

## 轻工制造

## 轻工行业 2018 年报&amp;一季报总结

## 一家居格局回暖，包装曙光初现

**评级：增持（维持）**

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

电话：021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	124
行业总市值(百万元)	774420.660
行业流通市值(百万元)	535642.199

**相关报告**

<<轻工行业 2018 年中报总结-包装布局窗口开启，造纸家居还看龙头>>2018.09.05

<<轻工行业三季报总结-包装拐点已现，配置必选消费，家居等待黎明>>2018.11.05

<<2019 年轻工行业投资策略-黎明将至，价值回归，精选赛道，拥抱成长>>2019.01.05

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
欧派家居	104.16	3.2	3.74	4.49	5.43	42	32	27	22	1.5	买入
帝欧家居	20.05	0.14	0.99	1.43	1.77	169	24	18	14	0.04	买入
晨光文具	36.19	0.69	0.88	1.10	1.38	51	40	32	25	1.5	买入
中顺洁柔	9.77	0.27	0.31	0.43	0.52	32	33	24	20	2.00	买入
合兴包装	4.85	0.12	0.20	0.31	0.35	46	28	18	16	0.44	买入
备注											

**投资要点**
**■ 家居：山重水复，柳暗花明**

**■ 板块市场表现：**年初至今，家具板块（申万分类）累计跌幅 32.8%，行情变动主要集中在 6 月份以后。**业绩总结：**2018H1，28 家家居公司合计实现营业收入 427.69 亿元，同比增长 23.9%；实现归母净利润 34.99 亿元，同比增长 5.3%，二季度增速下滑明显，竞争加剧对盈利端有负面影响。从盈利能力和费用情况来看，2018H1，家居板块整体销售费用率 15.5%，市场竞争加剧下整体销售费用率提升。

**■ 定制：我们从品类、业务、渠道、单店增长和渠道增长驱动拆分五个角度出发，量化得出下述结论。1) 品类：**橱柜增速低于衣柜增速，二线企业对拓品类的增长依赖高于一线企业，从增长驱动的渠道和品类多样性来看，一二线企业之间的差距正在进一步扩大。**2) 业务：**大宗放量成存量单品主要业绩驱动力，构成单品营收增速胜负手，2019 兼顾整装。**3) 渠道：**衣柜开店大于橱柜，品类和品牌形成渠道拓张差异。**4) 单店增长驱动拆分：单值贡献>新开店贡献>客流贡献，渠道竞争转为服务和产品竞争。**最终落脚于定制家居公司前端服务与产品配套能力的角力，比拼内功的时代已经到来。**a) 2018 年单店提货额相对持平或略有下滑，龙头的优势品类提货额领先明显。b) 客单价：**衣柜单值增幅高于橱柜，大宗对橱柜套均价形成负面影响，衣柜的全屋配套优势在单值提升上开始凸显。**5) 经销渠道增长驱动拆分：优势品类新开店贡献首次超越存量门店贡献，新拓品类存量门店贡献依旧高于新开门店。存量门店单店提货额增幅转负，新增存量门店贡献>单店客流贡献。**

**■ 软体：**2018 年软体家具表现整体优于家居板块，“小而美”vs “大而全”，顾家与梦百合配套品占营收比重基本持平，凸显差异化战略中的一致性。

**■ 成品：**对比 C 端零售渠道公司，以 B 端工程渠道为主的工装企业增速相对稳定，盈利上优质企业规模效应超预期。工装兼具成长性与确定性，建议行业端把握竣工交房大年，公司端关注客户优势+规模效应。

**■ 造纸：需求触底，静待反转**

**■ 造纸：关注生活用纸弹性，关注文化纸格局好转。行业基本面：**造纸行业需求端自 2018 年 6 月开始下行，其中文化纸需求增速趋缓，包装纸需求同比下滑约 10%。叠加考虑包装纸产能投放加速，行业出现供需不匹配的情况。**纸价与成本：**2018 年下半年开始各主要纸种价格均呈现下滑趋势。成本端木浆价格 Q4 开始下降，略滞后于纸价下行。废纸方面国废外废价差重新拉升，利好龙头企业巩固优势。**吨盈情况：**从行业模拟数据看，文化纸吨盈目前触底反弹，但包装纸在成本抬升压力下吨盈依然处于下滑趋势。**龙头企业情况：**2018 年，造纸板块龙头企业收入利润表现均优于行业平均水平。分析重点公司数据发现，行业龙头企业 2018 年吨纸价格均有同比提升，但吨盈利方面分化显著。文化纸方面，太阳纸业、晨鸣纸业吨盈下降势头明显较博汇和华泰股份缓和，表明木浆自给能力可以提升成本优势。包装纸方面，山鹰纸业、玖龙纸业吨盈较 2017 年提升，我们判断主要来自产品结构升级与外废配额红利。**投资展望：**当下时点，我们推荐木浆价格下行受益的生活用纸行业，推荐中顺洁柔，建议关注恒安国际、维达国际。中长期建议关注行业格局改善，资本支出有望逐步下行的文化纸龙头太阳纸业。

**■ 包装：曙光初现，王者时代**

**■ 包装：**包装板块 2018 年业绩表现领跑轻工行业。高端包装龙头裕同科技、

烟标龙头劲嘉股份和箱板瓦楞包装龙头合兴包装市占率均呈现提升趋势。从行业规模和市占率基数两个维度看，我们认为，轻资产扩张模式下，合兴包装最有望受益于行业集中度提升的大趋势。我们看好公司 PSCP 平台在轻资产模式下实现放量扩张。同时从 2018 年年报看，PSCP 客户结构趋于合理，毛利率同比改善，现金流大幅好转。

### ■ **晨光文具：万亿市场，龙头温床**

■ **晨光文具：**自 2012 年以来，晨光文具连续 7 年营收增速大于 20%，CAGR 为 28.5%。归母净利润持续高于 15%，CAGR 为 23.7%。从历史表现看，公司业绩增长兼具高速性和可持续性。细分产品上，办公文具近年持续高增长，占公司营收比重已达 54%。尽管办公文具较其他产品毛利率低，一度导致公司总毛利率下滑，但近年各产品线毛利率稳健攀升使得总体毛利率有企稳趋势。分业务看，公司传统业务增速稳健，新业务尚处于高成长期，其中晨光科力普 2018 年贡献公司总营收增长的 61%。行业端，文具市场当前处于份额向龙头集中的时代。考虑 B 端业务，行业有万亿级潜在市场，龙头企业有望在行业变革大潮中最大程度实现红利兑现。

■ **建议关注标的：**欧派家居、帝欧家居、晨光文具、中顺洁柔、合兴包装

■ **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险。

## 内容目录

年报业绩回顾：三四季度业绩放缓，估值探底回升 .....	- 7 -
轻工行业年报业绩回顾 .....	- 7 -
市场表现：估值探底回升 .....	- 8 -
<b>板块回顾与展望： .....</b>	<b>- 11 -</b>
家居业绩总结：收入前高后低，利润率先反转 .....	- 11 -
定制：行业洗牌看渠道变革，经营质量龙头优势凸显 .....	- 13 -
软体：“小而美” vs “大而全”，差异化战略中的一致性 .....	- 22 -
成品：工装兼具高成长与确定性，规模效应超预期 .....	- 23 -
造纸：关注生活用纸业绩弹性，长线看文化纸格局改善 .....	- 26 -
包装印刷：集中度提升带来的 $\alpha$ 效应是核心看点 .....	- 33 -
文娱：万亿市场，龙头成长的孵化器 .....	- 39 -
重点覆盖公司年报&一季报业绩一览 .....	- 45 -
<b>风险提示 .....</b>	<b>- 46 -</b>
原材料价格上涨风险 .....	- 46 -
地产景气程度下滑风险 .....	- 46 -

## 图表目录

图表 1：轻工及二级子板块主营业务收入增速 .....	- 7 -
图表 2：轻工及二级子板块归母净利润增速 .....	- 7 -
图表 3：轻工及二级子板块分季度收入增速 .....	- 8 -
图表 4：轻工及二级子板块分季度归母净利润增速 .....	- 8 -
图表 5：轻工制造（SW 分类）年初至今涨跌幅（%） .....	- 8 -
图表 6：轻工及二级子板块 PE（ttm）变动趋势 .....	- 9 -
图表 7：家具板块（SW 分类）指数表现 .....	- 9 -
图表 8：家具板块（SW 分类）2018 年初至今涨跌幅 .....	- 9 -
图表 9：29 家家居企业股价年初至今涨跌幅 .....	- 9 -
图表 10：造纸板块（SW 分类）指数表现 .....	- 10 -
图表 11：造纸板块（SW 分类）2018 年初至今涨跌幅 .....	- 10 -
图表 12：21 家造纸企业股价 2018 年初至今涨跌幅（截止 4 月 30 日） .....	- 10 -
图表 13：包装印刷板块（SW 分类）指数表现 .....	- 11 -
图表 14：包装印刷板块（SW 分类）2018 年初至今涨跌幅 .....	- 11 -
图表 15：34 家包装印刷企业股价 2018 年初至今涨跌幅（截止 4 月 30 日） .....	- 11 -
图表 16：家居板块营收规模 .....	- 12 -
图表 17：家居板块归母净利润情况 .....	- 12 -
图表 18：单季度家居板块营收规模 .....	- 12 -

图表 19: 单季度家居板块归母净利润情况	- 12 -
图表 20: 美凯龙 2018 年大型促销活动 GMV 拆分 (亿元)	- 12 -
图表 21: 家居板块整体毛利率和净利率	- 13 -
图表 22: 家居板块费用率情况	- 13 -
图表 23: 9 家定制家居企业单季度营收及归母净利润增速对比	- 14 -
图表 24: 定制家居企业单季度毛利率	- 14 -
图表 25: 定制家居企业单季度净利率	- 14 -
图表 26: 9 家定制家居企业预收账款 (亿元) 对比	- 14 -
图表 27: 橱柜品类营收增速	- 15 -
图表 28: 衣柜品类营收增速	- 15 -
图表 29: 拓品类对营收增长贡献拆分 (亿元)	- 15 -
图表 30: 大宗渠道对单品增长贡献拆分	- 16 -
图表 31: 精装房对家居行业和公司的影响及抵消因素	- 17 -
图表 32: 欧派家居、尚品宅配整装对比	- 18 -
图表 33: 整装业务带动汉森橱柜市占率迅速提升	- 18 -
图表 34: 2018 年定制家居企业橱柜净开店	- 18 -
图表 35: 2018 年定制家居企业衣柜净开店	- 18 -
图表 36: 橱柜经销商门店单店提货额	- 19 -
图表 37: 衣柜经销商门店单店提货额	- 19 -
图表 38: 橱柜套均单价 (元/套)	- 19 -
图表 39: 衣柜客单值增幅 (2018 年)	- 19 -
图表 40: 客单值对单店提货额提升大于客单量	- 20 -
图表 41: 定制龙头营收增速高于规模以上企业	- 20 -
图表 42: 定制龙头分品类经销渠道增长驱动因素拆分	- 21 -
图表 43: A 股软体家居公司单季度营收及归母净利润增速对比	- 22 -
图表 44: 梦百合单季度毛利率净利率波动	- 23 -
图表 45: TDI 价格走势 (元/吨)	- 23 -
图表 46: 配套品营收占比	- 23 -
图表 47: 配套品营收增速	- 23 -
图表 48: 精装修产业链模式	- 24 -
图表 49: A 股成品家居公司单季度营收及归母净利润增速对比	- 24 -
图表 50: 精装修市场部品配置率	- 25 -
图表 51: 欧神诺工程业务收入与毛利率变动情况	- 25 -
图表 52: 我国房地产行业集中度	- 25 -
图表 53: 地产 50 强占精装房市场份额	- 25 -

图表 54: 造纸板块营收规模.....	- 26 -
图表 55: 造纸板块归母净利润情况.....	- 26 -
图表 56: 单季度造纸板块营收规模.....	- 26 -
图表 57: 单季度造纸板块归母净利润情况.....	- 26 -
图表 58: 造纸板块整体毛利率和净利率.....	- 27 -
图表 59: 造纸板块费用率情况.....	- 27 -
图表 60: 我国成品纸产量 18 年下半年开始负增长.....	- 27 -
图表 61: 文化纸消费量增速下滑.....	- 27 -
图表 62: 包装纸新增产能投放加速 (万吨).....	- 28 -
图表 63: 包装纸消费量 2018 年同比下降 10%.....	- 28 -
图表 64: 文化纸价格走势 (元/吨).....	- 28 -
图表 65: 包装纸价格走势 (元/吨).....	- 28 -
图表 66: 木浆价格走势 (元/吨).....	- 29 -
图表 67: 内外废价格走势 (元/吨).....	- 29 -
图表 68: 文化纸吨盈利情况 (元/吨).....	- 29 -
图表 69: 包装纸吨盈利情况 (元/吨).....	- 29 -
图表 70: 文化纸吨盈利情况 (元/吨).....	- 30 -
图表 71: 内外废价格走势 (元/吨).....	- 30 -
图表 72: 文化纸龙头吨价趋势 (元/吨).....	- 30 -
图表 73: 包装纸龙头吨价趋势 (元/吨).....	- 30 -
图表 74: 文化纸龙头吨净利趋势 (元/吨).....	- 31 -
图表 75: 包装纸龙头吨净利趋势 (元/吨).....	- 31 -
图表 76: 造纸行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势.....	- 31 -
图表 77: 青岛港木浆库存处于高位 (万吨).....	- 32 -
图表 78: 港口木浆总库存处于高位 (万吨).....	- 32 -
图表 79: 2017-2020 木浆新增产能与需求测算.....	- 32 -
图表 80: 中顺洁柔毛利率与浆价存在反向关系.....	- 32 -
图表 81: 中顺洁柔生活用纸毛利率敏感性.....	- 32 -
图表 82: 中顺洁柔卷纸和非卷子毛利率弹性测算 (卷纸/非卷纸).....	- 33 -
图表 83: 太阳纸业 CAPEX2018 年出现下降.....	- 33 -
图表 84: 太阳纸业/晨鸣纸业 CAPEX/权益正在下降.....	- 33 -
图表 85: 包装印刷板块营收规模.....	- 34 -
图表 86: 包装印刷板块归母净利润情况.....	- 34 -
图表 87: 单季度包装印刷板块营收规模.....	- 34 -
图表 88: 单季度包装印刷板块归母净利润情况.....	- 34 -

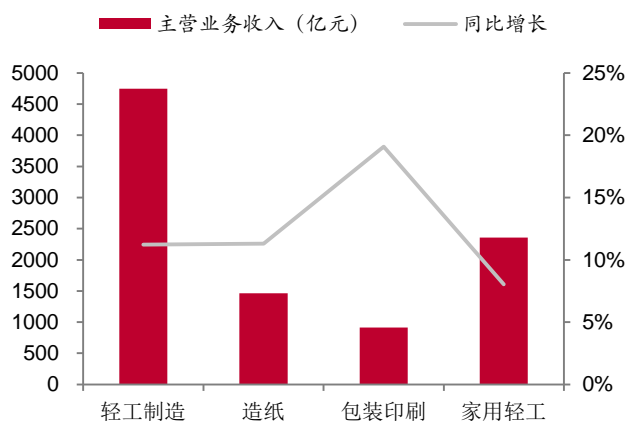
图表 89: 包装印刷板块整体毛利率和净利率.....	- 35 -
图表 90: 包装印刷板块费用率情况.....	- 35 -
图表 91: 包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势.....	- 35 -
图表 92: 纸包装细分下游需求测算(亿元).....	- 36 -
图表 93: 包装子行业龙头市占率测算.....	- 36 -
图表 94: 包装龙头集中度-中国 CR3 vs.美国/澳洲 CR4.....	- 36 -
图表 95: PSCP 运作方式.....	- 37 -
图表 96: PSCP 平台在包装产业链中的价值再分配作用.....	- 37 -
图表 97: 合兴包装 ROE 与净利率变动.....	- 38 -
图表 98: 合兴包装资产周转率变动.....	- 38 -
图表 99: 合兴包装权益乘数变动.....	- 38 -
图表 100: 合兴包装营收增速高于资产增速.....	- 38 -
图表 101: 合兴包装 PSCP 平台数据.....	- 39 -
图表 102: 合兴包装各业务模块毛利率.....	- 39 -
图表 103: 合兴包装现金流数据.....	- 39 -
图表 104: 公司应收账款周转天数同比下降.....	- 39 -
图表 105: 晨光文具主营业务收入.....	- 40 -
图表 106: 晨光文具归母净利润.....	- 40 -
图表 107: 晨光文具单季度营收.....	- 40 -
图表 108: 晨光文具单季度归母净利润.....	- 40 -
图表 109: 晨光文具毛利率与净利率.....	- 41 -
图表 110: 晨光文具三项费用率.....	- 41 -
图表 111: 晨光文具分产品营收拆分(百万元).....	- 41 -
图表 112: 晨光文具分产品毛利率.....	- 41 -
图表 113: 晨光科力普营收趋势.....	- 42 -
图表 114: 晨光生活馆营收变动.....	- 42 -
图表 115: 晨光文具各业务对收入增长的贡献.....	- 42 -
图表 116: 中国书写工具零售额以及增速.....	- 43 -
图表 117: 美国书写工具零售额以及增速.....	- 43 -
图表 118: 办公市场企业以及亏损家数.....	- 43 -
图表 119: 2015 年美国书写工具市场份额.....	- 44 -
图表 120: 2015 年中国书写工具市场份额.....	- 44 -
图表 121: 办公用品 B 端市场拆分.....	- 44 -
图表 122: 重点覆盖公司中报业绩一览表.....	- 45 -

## 年报业绩回顾：三四季度业绩放缓，估值探底回升

### 轻工行业年报业绩回顾

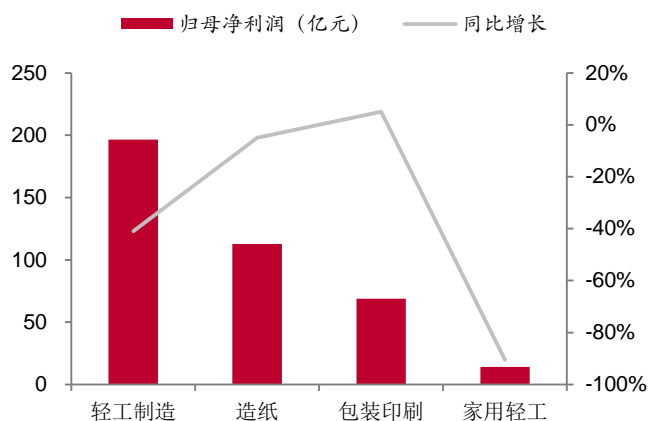
- **业绩总览：收入增速放缓，利润分化明显。**2018 年年轻工制造行业上市公司实现主营业务收入 4745 亿元，同比增长 11%。其中家用轻工、造纸和包装印刷板块占比分别为 49.7%、30.8%和 19.2%。从子版块表现看，家用轻工板块 2018 年营收增长 8.0%，造纸板块营收增长 11.3%，包装印刷板块营收增速为 19.0%。
- 同期轻工制造行业上市公司合计实现归母净利润 196 亿元，同比下降 41.0%，其中包装印刷在上半年行业景气的支持下，归母净利润增速为 5.1%，呈现正增长，领跑轻工制造行业。家用轻工板块和造纸板块归母净利润同比下降 90.5%和-4.9%。

图表 1：轻工及二级子板块主营业务收入增速



来源：wind、中泰证券研究所

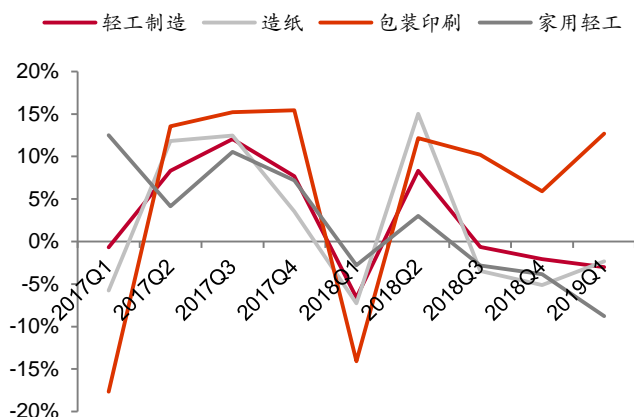
图表 2：轻工及二级子板块归母净利润增速



来源：wind、中泰证券研究所

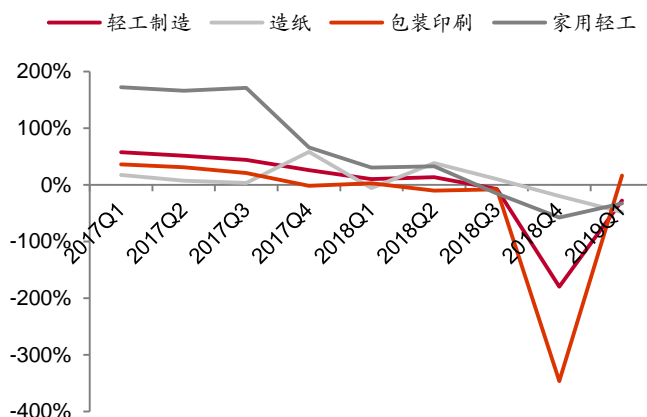
- **季度趋势分析：收入增速逐步放缓，包装印刷利润增速好转。**分季度看，2018Q1-4 及 19Q1 轻工制造行业营收增速分别为 20.3%/22.5%/7.0%/-2.1%/-3.01%，收入端环比与同比均放缓。从子版块表现看，家用轻工板块 2018Q1-4 及 19Q1 营收增速分别为 18.2%/19.3%/2.7%/-6.9%/-8.78%，板块三四季度营收表现明显大幅下行。包装印刷板块呈现类似趋势，2018Q1-4 及 19Q1 营收增速分别为 -14.1%/12.2%/10.2%/5.9%/12.69%。造纸板块 2018Q1-4 及 19Q1 增速分别为 19.6%/25.6%/6.6%/-2.9%/-2.3%，受需求端下行导致纸价下跌的影响，三四季度板块收入增速明显放缓。
- 从利润端表现看，2018Q1-4 及 19Q1 轻工制造行业归母净利润增速分别为 9.9%/13.6%/-7.2%/-179.7%/-27.93%。四季度利润增速大幅下降主要受包装印刷和家用轻工子版块拖累。造纸 2018Q1-4 及 19Q1 净利润增速分别为 -5.7%/38.5%/9.9%/-19.7%/-48.10%，四季度净利润同比出现下滑。包装印刷板块 2018Q1-4 及 19Q1 净利润增速分别为 2.9%/-10.5%/-8.2%/-346.0%/16.55%。家用轻工板块 2018Q1-4 及 19Q1 净利润增速则分别为 30.4%/32.8%/-15.4%/-57.4%/-32.59%，净利润短期盈利能力压力依然较大，长期有望好转。

图表 3: 轻工及二级子板块分季度收入增速



来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 轻工及二级子板块分季度归母净利润增速

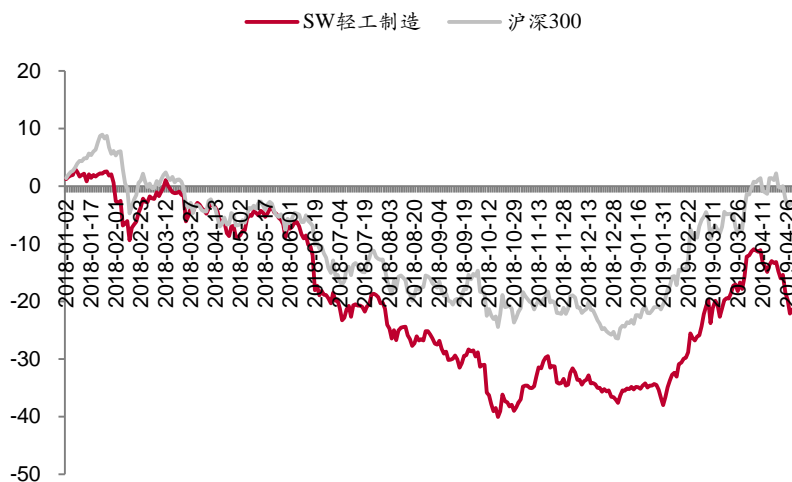


来源: wind、中泰证券研究所

市场表现: 估值探底回升

- **轻工相对于沪深 300:** 2018 年年初至 2019 年 4 月 30 日, 申万一级行业轻工制造累计下跌 21.42% (其中 2019 年年初至 4 月 30 日累计上涨 23.98%), 同期沪深 300 指数累计下跌 2.9% (其中 2019 年年初至 4 月 30 日累计上涨 29.98%), 轻工制造整体表现弱于沪深 300。

图表 5: 轻工制造 (SW 分类) 年初至今涨跌幅 (%)

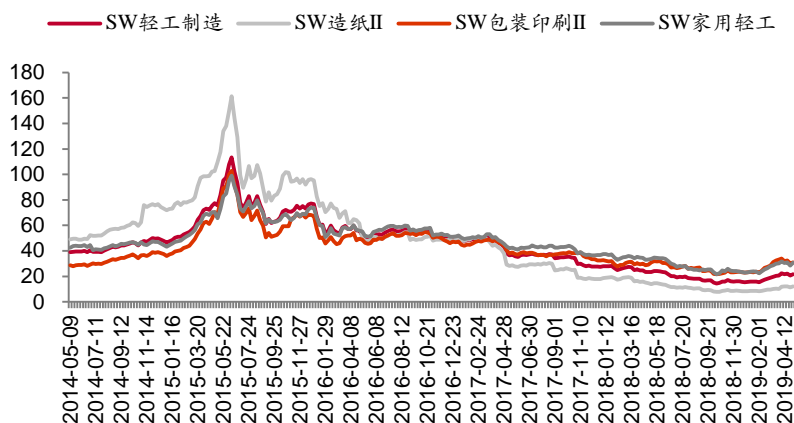


来源: wind、中泰证券研究所

- **板块估值探底回升。**轻工各板块整体呈现出估值中枢下移的情况, 自 2015 年牛市结束后板块市盈率持续走低, 2018 年受大盘整体低迷影响板块估值延续下滑态势, 2019 年开始呈现回升状态。当前轻工行业 PE (ttm) 为 21.6 倍, 去年年底为 15.48 倍。从子版块看, 家用轻工板块 PE (ttm) 由去年年底的 23 倍升至 30 倍, 造纸板块由 8 倍升至 12 倍, 包装印刷板块由 23 倍升至 31 倍。



**图表 6: 轻工及二级子板块 PE (ttm) 变动趋势**



来源: wind、中泰证券研究所

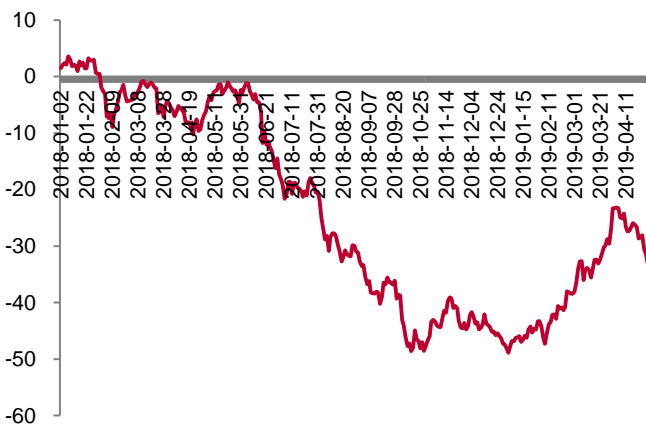
- **家具板块:** 2018年初至2019年4月30日,申万三级子版块家具板块累计下跌32.54%,其中2019年年初至4月30日累计上涨28.35%。2019年年初至4月30日家具板块跑赢轻工制造(23.98%),低于沪深300(29.98%)。经历6-10月的大幅下跌,家具板块11-12月步入盘整,从2019年初开始明显上涨。我们认为,行业端:1)一二线城市二手房成交回暖;2)房企资金面边际宽松,住宅竣工面积从12月起跌幅开始收窄,竣工修复预期带动行业估值提升,同时公司端一季度订单同比向好亦提振市场。

**图表 7: 家具板块 (SW 分类) 指数表现**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 8: 家具板块 (SW 分类) 2018 年初至今涨跌幅**



来源: wind、中泰证券研究所

- 对比 29 家家居公司 2019 年初至今涨跌幅,β端直接受益地产竣工修复和精装房红利、α端规模效应凸显、客户结构优异的帝欧家居、定制板块中整装红利释放、多品类发展贡献增量、客单价提升的白马龙头欧派家居、尚品宅配和高弹性黑马志邦家居涨幅居前。

**图表 9: 29 家家居企业股价年初至今涨跌幅**

排名	简称	19年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	19年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	19年初至今涨跌幅 (%)
1	菲林格尔	66.92	11	索菲亚	32.9	21	梦百合	15.61
2	帝欧家居	60.18	12	美克家居	30.89	22	永安林业	10.74
3	浙江永强	53.79	13	中源家居	27.6	23	顾家家居	10.4
4	欧派家居	50.58	14	喜临门	22.34	24	皮阿诺	9.69
5	永艺股份	45.29	15	大亚圣象	21.63	25	乐歌股份	8.17
6	好太太	45.27	16	好莱客	19.96	26	金牌厨柜	7.95
7	尚品宅配	42.41	17	江山欧派	19.95	27	宜华生活	5.61
8	志邦家居	36.69	18	威华股份	18.66	28	我乐家居	-3.3
9	德尔未来	35.4	19	恒林股份	18.51	29	亚振家居	-10.79
10	顶固集创	33.16	20	曲美家居	16.42			

来源:wind、中泰证券研究所

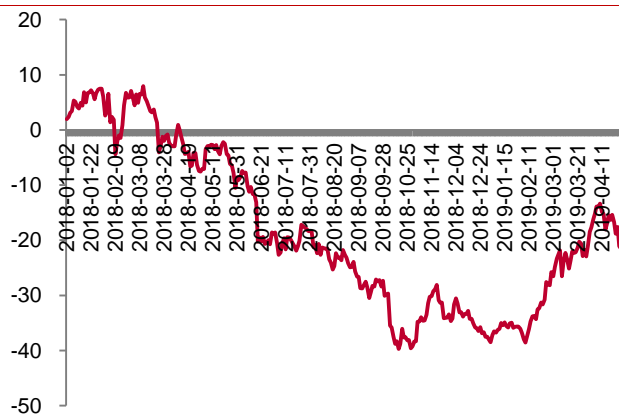
- 造纸板块:** 2018 年年初至 2019 年 4 月 30 日, 申万二级子版块造纸板块累计下跌 23.01% (其中 2019 年至今累计上涨 21.34%), 大盘低迷及造纸业周期红利边际下行是造纸板块市场表现承压的核心原因。对比 21 家造纸公司 2018 年年初至今涨跌幅来看, 内生增长动力强劲的商务信息纸品服务龙头安妮股份, 以及生活用纸龙头中顺洁柔等表现优于大市。

图表 10: 造纸板块 (SW 分类) 指数表现



来源: wind、中泰证券研究所

图表 11: 造纸板块 (SW 分类) 2018 年初至今涨跌幅



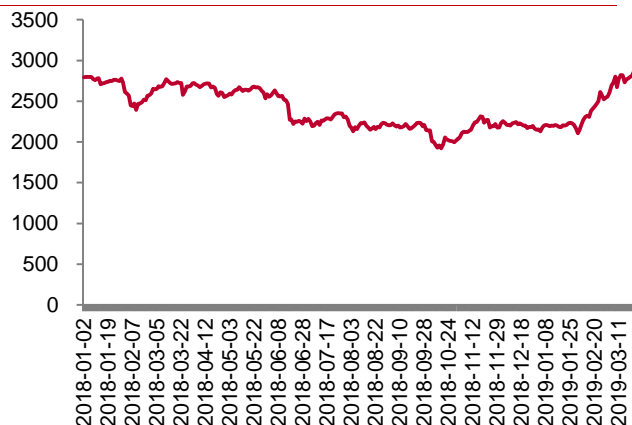
来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 21 家造纸企业股价 2018 年初至今涨跌幅 (截止 4 月 30 日)

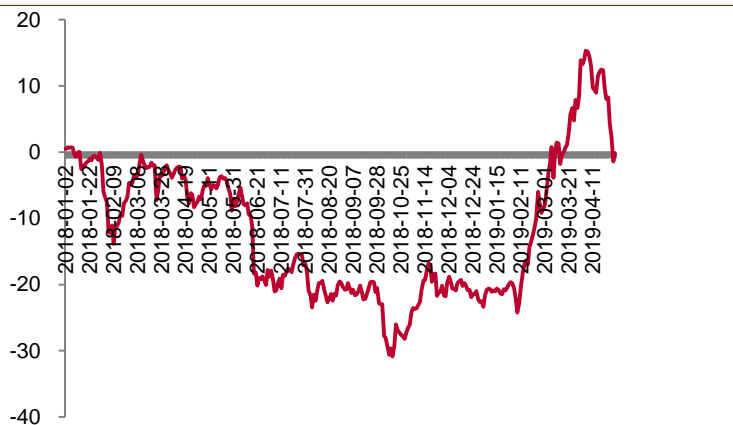
排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)
1	安妮股份	28.56	8	美利云	-13.91	15	齐峰新材	-32.34
2	中顺洁柔	10.86	9	山鹰纸业	-14.66	16	景兴纸业	-34.22
3	集友股份	8.59	10	青山纸业	-15.2	17	博汇纸业	-37.53
4	恒丰纸业	2.76	11	华泰股份	-16.4	18	晨鸣纸业	-43.76
5	冠豪高新	-3.65	12	仙鹤股份	-18.92	19	凯恩股份	-46.5
6	民丰特纸	-5.92	13	宜宾纸业	-19	20	银鸽投资	-50.06
7	岳阳林纸	-7.44	14	太阳纸业	-22.06	21	荣晟环保	-53.08

来源:wind、中泰证券研究所

- 包装印刷板块：**2018 年年初至 4 月 30 日，申万二级子版块包装印刷板块累计下跌 0.19%（其中 2019 年年初至今累计上涨 29.05%），虽经 2018 年 7 月-2019 年 1 月低位盘整，板块指数自 2 月起大幅回升。对比 34 家包装印刷公司年初至今涨跌幅来看，顺灏股份、通产丽星、金时科技等，综合表现优于大市。

**图表 13: 包装印刷板块 (SW 分类) 指数表现**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 14: 包装印刷板块 (SW 分类) 2018 年初至今涨跌幅**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 15: 34 家包装印刷企业股份 2018 年初至今涨跌幅 (截止 4 月 30 日)**

排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)
1	顺灏股份	140.8	13	裕同科技	-6.63	25	华源控股	-23.09
2	通产丽星	106.44	14	紫江企业	-6.72	26	新宏泽	-23.48
3	金时科技	74.49	15	吉宏股份	-7.47	27	英联股份	-24.28
4	劲嘉股份	51.04	16	界龙实业	-9.44	28	万顺股份	-25.98
5	翔港科技	35.94	17	盛通股份	-10.32	29	珠海中富	-27.14
6	东风股份	31.01	18	双星新材	-10.96	30	新通联	-31.56
7	合兴包装	24.38	19	美盈森	-12.78	31	京华激光	-31.95
8	永新股份	4.26	20	奥瑞金	-13.45	32	康欣新材	-33
9	东港股份	0.08	21	海顺新材	-14.22	33	环球印务	-34.69
10	宝钢包装	-2.9	22	浙江众成	-16.9	34	昇兴股份	-35.07
11	陕西金叶	-6.09	23	永吉股份	-19.87			
12	鸿博股份	-6.33	24	王子新材	-21.9			

来源:wind、中泰证券研究所

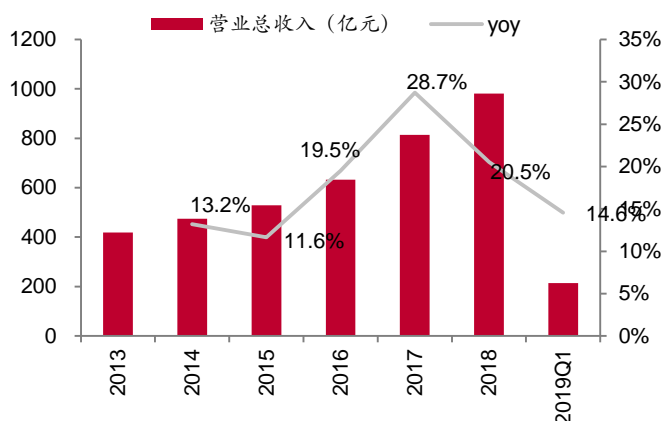
## 板块回顾与展望:

家居业绩总结: 收入前高后低, 利润率先反转

- 利润弹性大于收入弹性。**我们在申万分类三级子板块家具的基础上统计了包含顶固集创、帝欧家居在内的 29 家 A 股家居公司业绩。2018 年和 2019Q1, 29 家家居公司合计实现营业收入 981.5 亿元/213.8 亿元, 同比增长 20.5%/14.6%; 实现归母净利润 64.8 亿元/14.4 亿元, 同比下滑

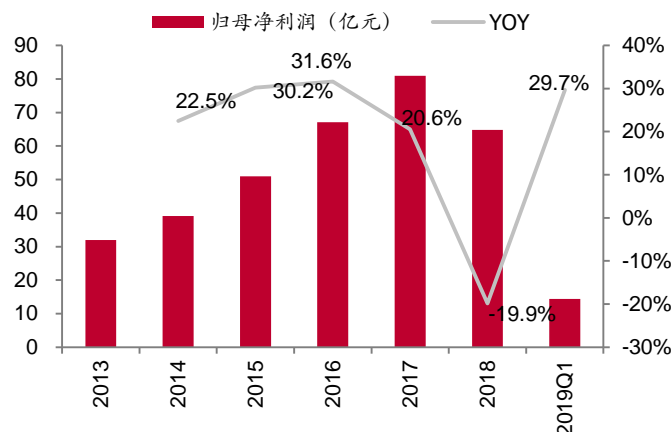
19.9%/增长 29.7%。2018Q4, 喜临门和永安林业分别计提商誉减值 2.89 元和 9.24 亿导致当期板块净利润同比明显下滑。若剔除两家公司影响, 整体板块 2018 年/2019Q1 利润增速 6.6%/-11.3%, 仍低于同期收入增速。

图表 16: 家居板块营收规模



来源: wind、中泰证券研究所

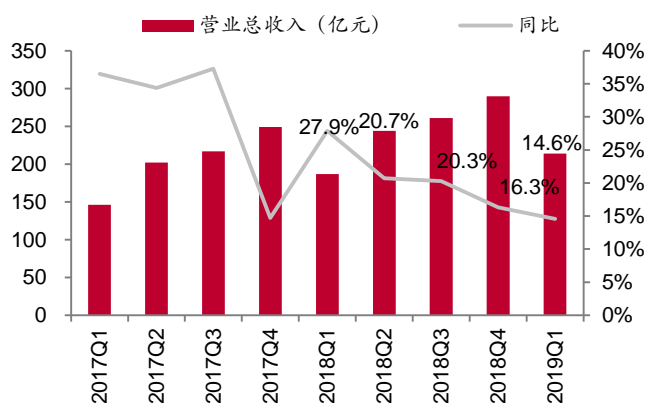
图表 17: 家居板块归母净利润情况



来源: wind、中泰证券研究所

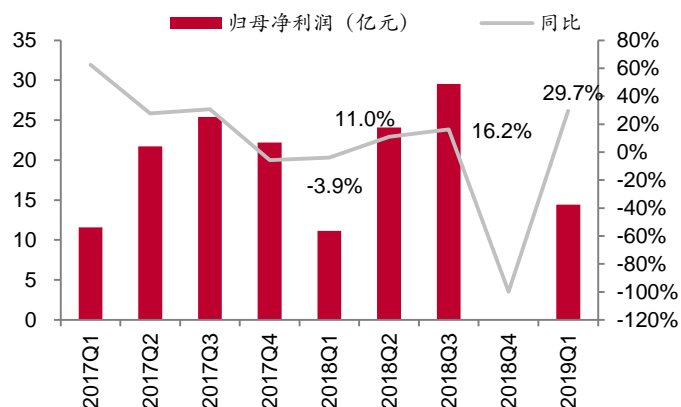
- 收入前高后低, 2019Q1 利润先于收入反转。季度来看, 18Q1/18Q2/18Q3/19Q1 家居板块营收增速分别为 28%/21%/20%/16%/15%, 归母净利润增速分别为 -3.9%/11%/16%/-99%/30%。收入增速逐季下滑, 受高基数影响, 19Q1 整体收入增速未见拐点, 利润增速已先于收入反转。从家居连锁卖场龙头红星美凯龙全年大型营销活动 GMV 拆分来看, 日均 GMV 前高后低, 与家居公司财务数据相佐证。

图表 18: 单季度家居板块营收规模



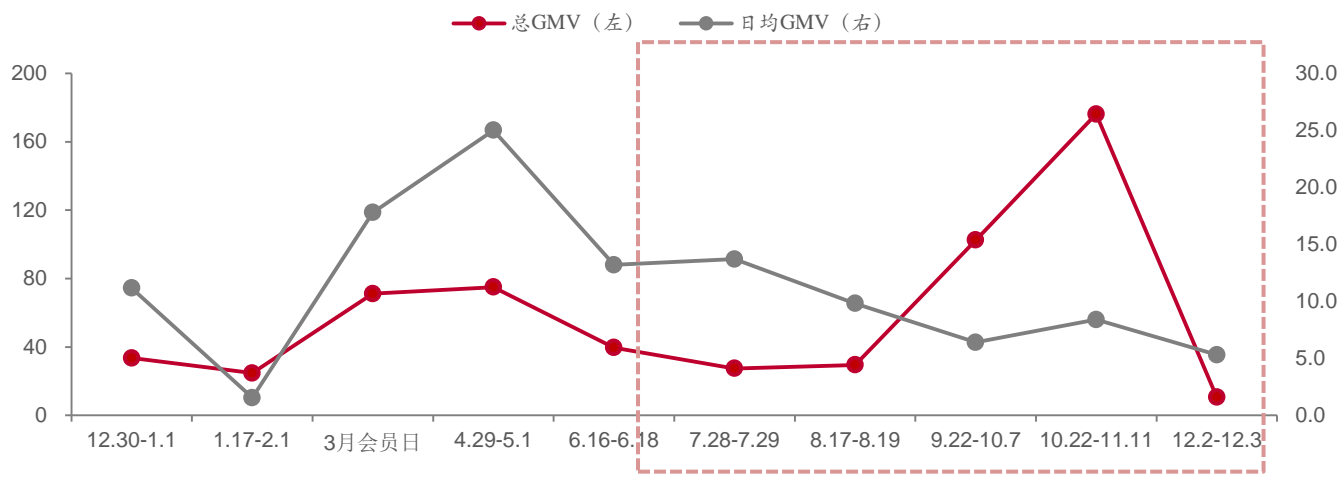
来源: wind、中泰证券研究所

图表 19: 单季度家居板块归母净利润情况



来源: wind、中泰证券研究所

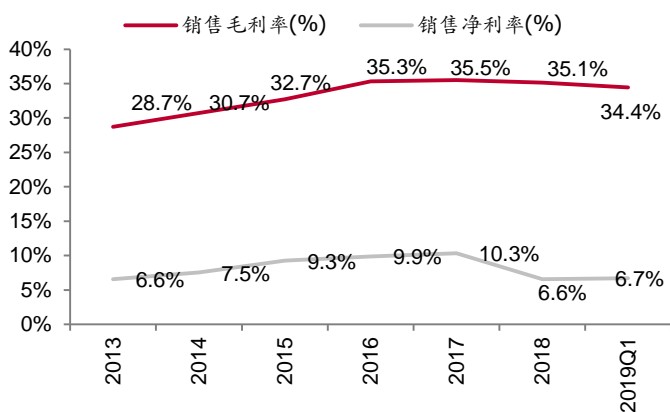
图表 20: 美凯龙 2018 年大型促销活动 GMV 拆分 (亿元)



来源:wind、中泰证券研究所

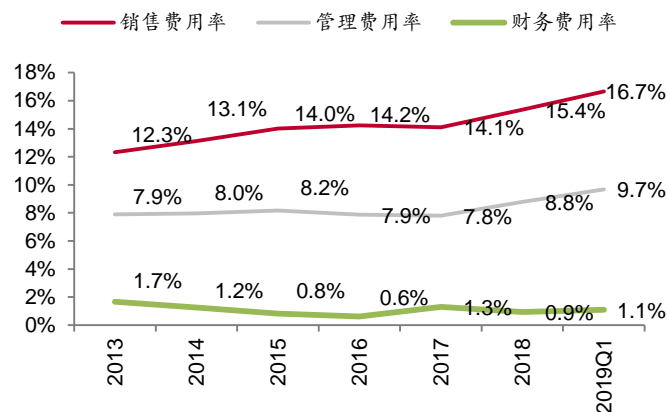
- **价格战集中在费用端体现。1) 研发、销售费用双升。**新会计准则下研发费用从管理费用中剥离单独列出，我们加回研发费用计算得到家居板块整体管理费用率，2018年全年销售费用率和管理费用率均较去年提升1pct.以上。**2) 毛利率相对稳定。**2018年，家居板块综合毛利率35.1%，净利率6.6%，毛利率相对稳定，净利率明显下滑，低景气度下的行业竞争加剧更多在报表费用端体现。

图表 21: 家居板块整体毛利率和净利率



来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 家居板块费用率情况



来源: wind、中泰证券研究所

定制: 行业洗牌看渠道变革, 经营质量龙头优势凸显

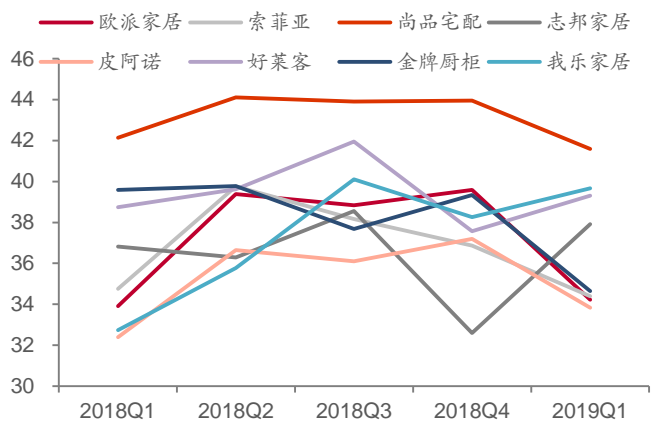
- **2018 全年业务增速逐季下行, 19Q1 利润企稳回暖。**2018 年欧派、索菲亚、志邦、尚品、皮阿诺、好莱客、金牌、我乐、顶固集创 9 家企业收入增速分别为 18.5%、18.7%、12.8%、24.8%、34.3%、14.5%、18%、18.3%、2.9%，均较 2017 年有所放缓，单季度来看 18Q1-18Q4 营收和利润增速整体逐季下行。2019Q1，欧派、尚品营收增速企稳，利润增速环比 18Q4 已开始回暖。

**图表 23: 9 家定制家居企业单季度营收及归母净利润增速对比**

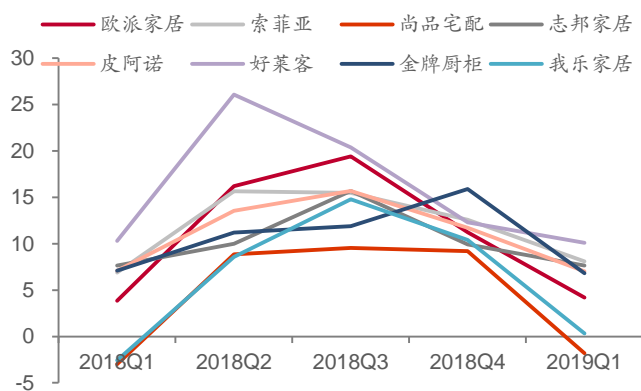
代码	简称	营收同比增长率(%)					归母净利润同比增长率(%)				
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
603833	欧派家居	31.6	21.1	10.7	18.0	15.6	32.5	32.9	22.6	4.5	25.1
002572	索菲亚	30.3	13.8	20.1	15.4	-4.7	33.5	22.5	14.7	-19.3	3.7
603801	志邦家居	38.3	19.1	5.5	4.0	5.2	48.2	47.2	20.1	-12.7	4.9
300616	尚品宅配	38.8	30.6	22.7	15.7	15.7	29.2	39.1	21.0	5.8	31.6
002853	皮阿诺	73.8	24.2	39.4	22.4	16.3	58.6	34.1	51.8	21.2	16.1
603898	好莱客	30.9	22.7	15.4	0.5	5.2	38.4	76.1	9.2	-39.3	8.2
603180	金牌厨柜	26.2	8.6	19.2	20.4	6.2	84.3	18.1	30.5	19.5	2.7
603326	我乐家居	26.0	26.7	25.5	4.0	22.6	-121.4	68.1	67.4	-19.3	116.2
300749	顶固集创	-	-	3.9	-1.5	1.8	-	-	-26.4	-21.7	-137.2

来源:wind、中泰证券研究所

- **毛利率小幅波动，部分企业 Q2 起净利率明显下滑。** 8 家主流定制家居企业受产品结构及渠道结构影响变动全年毛利率小幅波动，其中索菲亚受定价策略影响、好莱客受终端费用投放影响盈利能力自 Q2 起出现下滑。

**图表 24: 定制家居企业单季度毛利率**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 25: 定制家居企业单季度净利率**


来源: wind、中泰证券研究所

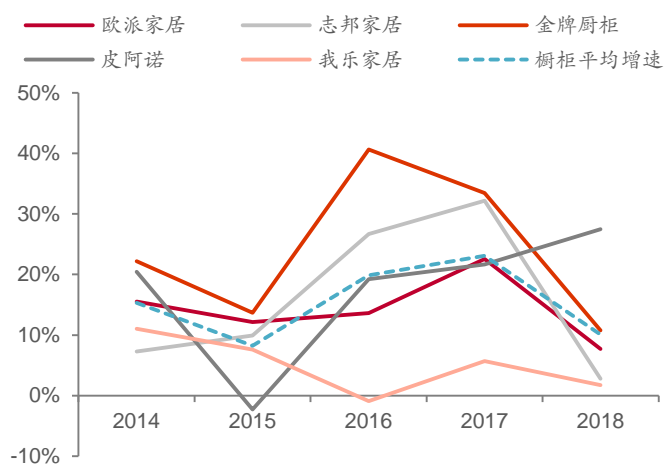
- **前端接单和预收款角度：2019 年有望逐季向上。** 从前端接单情况来看，3-4 月份定制家居企业订单情况整体向好。从预收款角度，19Q1 预收款同比增速较 18 年末显著改善。伴随行业端一二线二手房销售回暖及地产竣工周期修复，2019 年全年定制板块业绩有望逐季向上。

**图表 26: 9 家定制家居企业预收账款 (亿元) 对比**

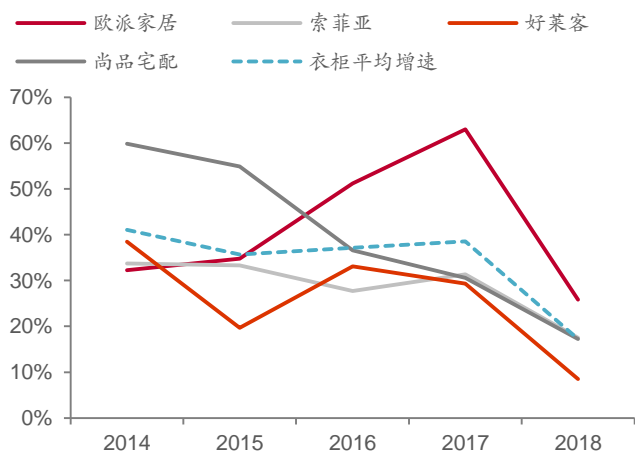
	预收款项 (亿元)					YOY	
	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018	2019Q1
欧派家居	7.51	10.80	13.81	12.77	10.88	-7.5%	5.9%
索菲亚	1.19	4.10	4.86	5.35	3.99	10.1%	7.9%
志邦家居	2.03	3.26	4.74	3.77	2.55	-20.5%	-7.5%
尚品宅配	6.30	7.70	10.61	12.70	10.89	19.7%	11.3%
皮阿诺	0.48	0.57	0.69	0.76	0.63	10.2%	25.2%
好莱客	0.83	1.11	0.94	1.08	0.79	15.5%	40.6%
金牌厨柜	1.25	1.48	1.92	2.37	2.24	23.4%	42.9%
我乐家居	0.29	0.55	1.14	1.41	1.32	23.8%	57.9%
顶固集创	0.25	0.23	0.21	0.27	0.22	31.2%	-

来源:wind、中泰证券研究所

- 品类：橱柜平均营收增速 10%，衣柜平均增速 17%。**统计橱柜起家的欧派、志邦、金牌、皮阿诺、我乐 5 家企业橱柜增速，平均增速仅为 10%。受益整装、大宗业务良好拓展，欧派家居橱柜业务 18 年增速优于志邦和我乐。衣柜中，统计欧派、尚品、索菲亚、好莱客 4 家主流企业，平均增速为 17%，优于橱柜，仅欧派衣柜增速大幅领先平均水平。

**图表 27: 橱柜品类营收增速**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 28: 衣柜品类营收增速**


来源: wind、中泰证券研究所

- 品类：衡量第二大品类的增长贡献度，二线企业的增长依赖高于一线企业，橱拓衣更顺畅。**一线龙头欧派、尚品、索菲亚的衣柜/配套品/橱柜对 2018 年总营收增量的贡献分别为 47%、25%、10%，志邦、金牌、我乐衣柜贡献为 74%、44%、94%，体量相对较小的二线企业在景气下行周期整体营收增长对新品类放量依赖度更高。分橱衣柜来看，从橱柜拓展衣柜的托品类路径普遍更为顺畅，其中欧派、我乐衣柜占当年总营收比重达到 36%、45%，高于索菲亚橱柜（占比 10%），从增长驱动的渠道和品类多样性来看，一二线企业之间的差距正在进一步扩大。

**图表 29: 拓品类对营收增长贡献拆分 (亿元)**

品类	2014	2015	2016	2017	2018	品类	2014	2015	2016	2017	2018
欧派家居 总收入	47.5	56.1	71.3	97.1	115.1	志邦家居 总收入	10.5	11.9	15.7	21.6	24.3
yoy	19%	18%	27%	36%	19%	yoy	8%	13%	32%	37%	13%
衣柜	9.9	13.4	20.2	33.0	41.5	衣柜	0.2	0.9	2.3	4.3	
YOY	32%	35%	51%	63%	26%	YOY			314%	147%	91%
增长贡献	32%	40%	45%	49%	47%	增长贡献	0%	16%	18%	23%	74%
尚品宅配 总收入	19.1	30.9	40.3	53.2	66.5	金牌厨柜 总收入	6.9	7.8	11.0	14.4	17.0
yoy	63%	61%	30%	32%	25%	yoy	22%	14%	40%	31%	18%
配套产品	2.8	5.7	5.9	7.9	11.2	衣柜	0.0	0.0	0.0	0.2	1.4
YOY	112%	105%	5%	33%	43%	YOY					480%
增长贡献	20%	25%	3%	15%	25%	增长贡献	0%	0%	0%	7%	44%
索菲亚 总收入	23.6	32.0	45.3	61.6	73.1	我乐家居 总收入	5.2	5.8	6.8	9.2	10.8
yoy	32%	35%	42%	36%	19%	yoy	11%	11%	17%	35%	18%
橱柜	0.1	0.9	4.1	5.9	7.1	衣柜	0.1	0.3	1.3	3.4	4.9
YOY		625%	375%	43%	20%	YOY	40%	286%	378%	161%	47%
增长贡献	2%	9%	24%	11%	10%	增长贡献	4%	34%	105%	87%	94%

来源:wind、中泰证券研究所

- 渠道-大宗：大宗放量成存量单品主要业绩驱动力，构成单品营收增速胜负手。**拆分索菲亚衣柜、欧派、志邦及金牌橱柜渠道数据，2018年索菲亚、欧派及金牌大宗渠道对单品营收增长贡献分别为27%、22%、53%，构成2018年存量品类增长的主要驱动力。志邦大宗业务2018年同比增长-1%，对橱柜业务拉动为-8%，大宗业务受客户结构和策略调整影响对单品增长暂时形成拖累，预期2019年大宗业务恢复增长，对橱柜形成正贡献。

图表 30：大宗渠道对单品增长贡献拆分

单位：亿元		2015	2016	2017	2018
索菲亚	衣柜+家具家品	30.7	40.8	54.4	63.9
	yoy	33%	33%	33%	17%
	大宗渠道	0.9	1.1	2.5	5.1
	yoy	33%	17%	129%	104%
	增长贡献	3%	2%	10%	27%
欧派家居	橱柜收入	38.5	43.7	53.5	57.7
	yoy	12%	14%	23%	8%



	大宗渠道	4.7	5.7	8.4	9.3
	yoy	24%	23%	46%	11%
	增长贡献	22%	20%	27%	<b>22%</b>
<b>志邦家居</b>	橱柜收入	11.2	14.2	18.8	19.3
	yoy	10%	27%	32%	<b>3%</b>
	大宗	1.5	2.5	4.0	3.9
	yoy	-4%	64%	59%	-1%
	增长贡献		32%	32%	<b>-8%</b>
<b>金牌厨柜</b>	橱柜收入	7.4	10.4	13.9	15.4
	yoy	14%	41%	33%	<b>11%</b>
	大宗	0.4	0.7	1.2	2.0
	yoy	-15%	64%	70%	64%
	增长贡献		9%	15%	<b>53%</b>

来源:wind、中泰证券研究所

**图表 31: 精装房对家居行业和公司的影响及抵消因素**

	精装房影响	短期抵消因素	长期抵消因素
行业	行业集中度提升 (+)		
	工程收入快速增长 (+)	地产增速放缓 (-)	地产增速放缓 (-)
公司	应收账款压力 (-)	发展工程代理商渠道 (+)	发展工程代理商渠道 (+)
	毛利率下滑 (-)	谨慎选择精装项目 (+)	行业集中度提升增强议价能力 (+)
		提高成本控制能力 (+)	存量房增长, 零售业务占比回升 (+)

来源: 中泰证券研究所

- 渠道-整装: 家居企业渠道、品牌、信息化优势的流量变现之路, 大宗之

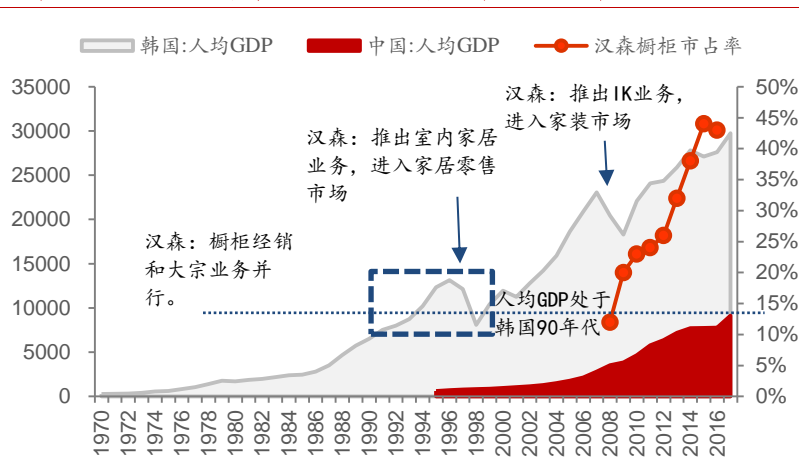
后的又一发力点。2018年欧派家居和尚品宅配在家装市场展开了前瞻性合作，基于自身渠道品牌或信息化优势开展整装业务，切入家装流量。具备优秀经销商实力的欧派家居凭借自身渠道优势与装修公司展开流量共享式的整装业务，信息化优势领先同行的尚品宅配依靠整装云赋能家装行业。2019年上述业务有望进一步放量，开始贡献增长，预期欧派全年整装业务对整体收入贡献在5pct。整装是综合衡量家居企业渠道、品牌、信息化等核心优势的流量变现业务，参照海外经验，家装流量的竞争赢家市占率有望迅速提升。

图表 32: 欧派家居、尚品宅配整装对比

	欧派家居	尚品宅配
品牌输出	相互导流，与当地龙头家装公司强强联合，总部提供支持	不导流，以家装公司自身运营为主，强调供应链和调度管理
产品矩阵	橱柜、衣柜、卫浴、木门	主辅材、橱柜、衣柜、配套品
服务	品牌保障，合作售后	承担运损售后

来源: wind、中泰证券研究所

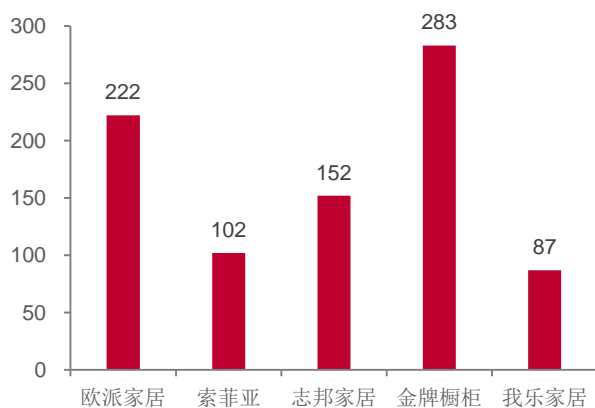
图表 33: 整装业务带动汉森橱柜市占率迅速提升



来源: Bloomberg、world bank、中泰证券研究所

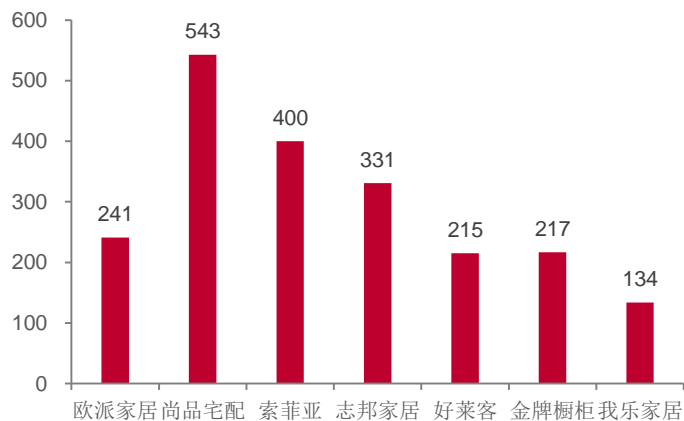
- **渠道-零售: 衣柜净开店大于橱柜, 品类和品牌形成渠道拓张差异。**从2018年定制家居企业净开门店数据来看, 5家企业(欧派含欧铂丽开店)橱柜门店平均净开店 169 家, 7 家企业衣柜平均开店 297 家, 橱柜开店量整体弱于衣柜。欧派家居、索菲亚、尚品宅配在终端渠道相对大体量的情况下橱柜合计净开店 463/502/543 家, 志邦、金牌橱柜净开店合计 483/500 家, 好莱客、我乐全年净开店 200 余家, 多品类和强品牌力形成终端渠道开店差异。

图表 34: 2018 年定制家居企业橱柜净开店



来源: wind、中泰证券研究所

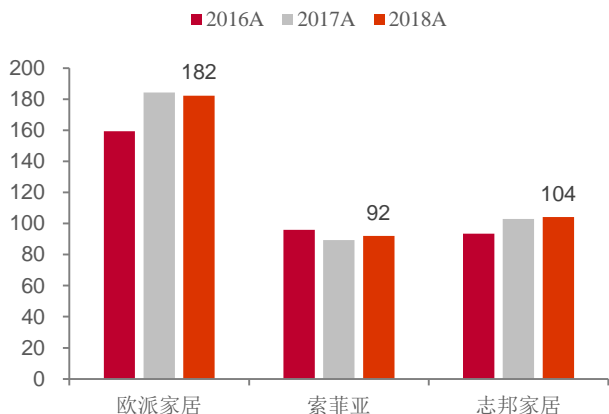
图表 35: 2018 年定制家居企业衣柜净开店



来源: wind、中泰证券研究所

- **渠道-零售：零售渠道单店提货额 2018 年相对持平或略有下滑，优势品类提货额大幅领先凸显渠道实力。**对比近三年橱柜衣柜加盟渠道单店提货额，各企业优势品类在 2017 年同比提升后 2018 年均持平或略有下滑。其中欧派橱柜经销渠道单店提货额 182 万,大幅领先同行,衣柜索菲亚、尚品宅配、欧派家居单店提货额亦领先第二梯队，欧派借助原有橱柜渠道发展衣柜品类已迎头赶上，反映龙头渠道实力。

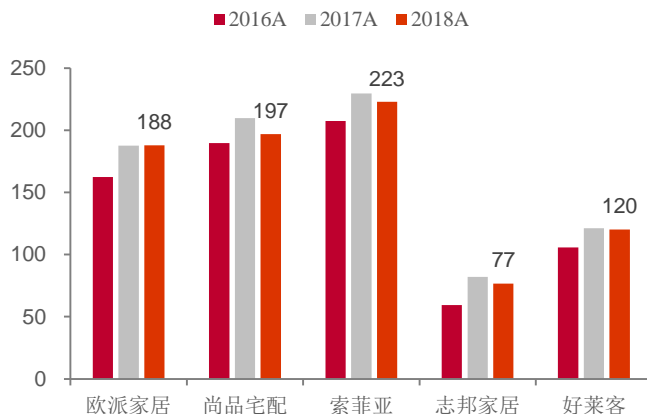
图表 36: 橱柜经销商门店单店提货额



来源: wind、中泰证券研究所

备注: 门店取本年和前一年加盟门店数平均值。欧派不含欧铂丽数据

图表 37: 衣柜经销商门店单店提货额

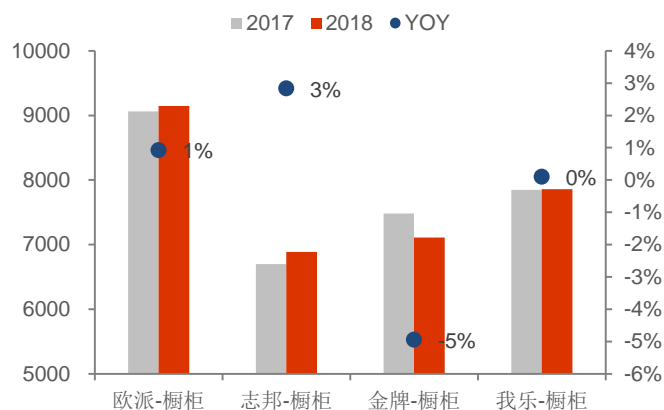


来源: wind、中泰证券研究所

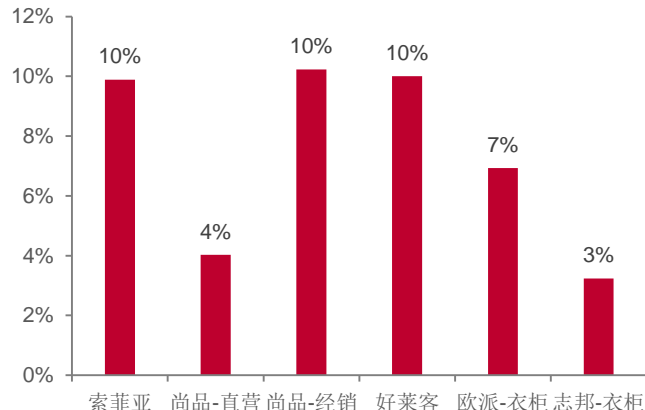
备注: 门店取本年和前一年度加盟门店数平均值。

- **客单值：衣柜单值增幅高于橱柜，大宗对橱柜套均价形成负面影响。**一二线城市相对高客单值的一手精装房客源下降，单值较低的在住房翻新客户需求增加至 2018 年定制整体客单价提升幅度弱于 2017 年。
- **分品类看，衣柜客单价索菲亚、尚品宅配经销渠道和好莱客均实现约 10% 增长，高于橱柜，衣柜的全屋配套优势在单值提升上开始凸显。**此外，对比 4 家橱柜企业套均值和大宗业务贡献度，志邦套均单价提升 3%，欧派提升 1%，对应大宗业务对橱柜增量贡献度为-8%和 22%，金牌套均单价负增长，对应大宗业务贡献度为 53%，在景气下行阶段大宗业务对单值负向拉动明显。

图表 38: 橱柜套均单价 (元/套)



图表 39: 衣柜客单值增幅 (2018 年)



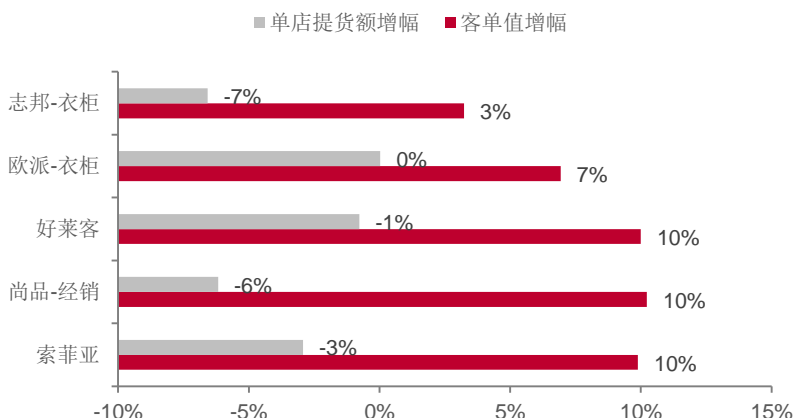
来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 欧派、志邦衣柜数据由套均单价计算而来

- **单值贡献>新开店贡献>客流贡献，渠道竞争转为服务和产品竞争。**对比单店提货额与客单值增幅，经销渠道的竞争由粗旷式的开店抢市场转为精细化运作——提升转换率与多品类提升客单值，最终落脚于定制家居公司前端服务与产品配套能力的角力，比拼内功的时代已经到来。

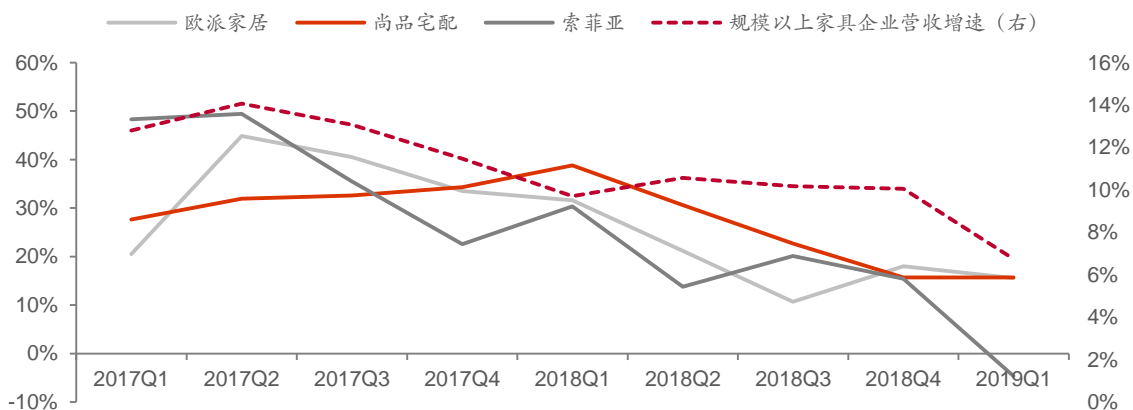
**图表 40: 客单值对单店提货额提升大于客单量**



来源: wind、中泰证券研究所

- **聚焦龙头-营收增速高于规模以上家具企业整体增速。**对比定制前三家单季营收增速与行业整体营收，定制龙头增长高于行业水平的同时契合 2018 年整体下行趋势。此外，欧派和尚品宅配先于行业水平在 19Q1 实现营收增长企稳，凸显龙头调整能力。

**图表 41: 定制龙头营收增速高于规模以上企业**



来源:wind、中泰证券研究所

- **聚焦龙头-渠道增长驱动拆分: 优势品类新开店贡献首次超越存量门店贡献，新拓品类存量门店贡献依旧高于新开门店。**以 2014 年单店提货额为基准，假设当年净开店提货额为前年存量店铺提货额 50%，得到当年

净开店收入贡献及存量门店收入，从而对历年经销渠道增长驱动因素进行拆分。2018年，欧派橱柜、索菲亚衣柜和尚品宅配的经销渠道净开店贡献首次高于存量渠道贡献。欧派衣柜、索菲亚橱柜等新拓品类存量渠道贡献依旧大于新开门店。

- **存量门店单店提货额增长转负，新增存量门店贡献>单店客流贡献。**橱柜和衣柜存量门店单店提货额增长均转负（司米橱柜因经营策略问题导致2017年存量同店负增长，因此其2018年同店数据不具备参考意义），而整体存量渠道增长贡献均维持正值，说明新增存量门店贡献大于店均客流贡献。

**图表 42：定制龙头分品类经销渠道增长驱动因素拆分**

指标		2015	2016	2017	2018
欧派家居	橱柜经销收入增速	10%	5%	20%	3%
	净开店贡献	2%	2%	1%	3%
	存量门店贡献	8%	4%	18%	0%
	存量门店单店提货额增长	8%	1%	16%	-1%
	衣柜经销收入增速	34%	55%	54%	22%
	净开店贡献	4%	11%	13%	6%
索菲亚	衣柜经销收入增速	34%	27%	37%	14%
	净开店贡献	4%	8%	6%	9%
	存量门店贡献	30%	20%	31%	5%
	存量门店单店提货额增长	29%	11%	17%	-4%
	橱柜经销收入增速	604%	377%	43%	20%
	净开店贡献		14%	14%	6%
索菲亚	存量门店贡献		363%	29%	14%
	存量门店单店提货额增长		312%	-38%	9%

尚品宅配	经销收入增速	52%	25%	41%	30%
	净开店贡献	3%	4%	16%	16%
	存量门店贡献	48%	21%	24%	14%
	存量门店单店提货额增长	47%	13%	12%	-9%

来源:wind、中泰证券研究所测算

- 投资展望：业绩前低后高，股价“N形”反转，标的优选龙头。1，β 发生较大变化：**（1）地产竣工修复，2019 有望迎交房大年。地产企业资金面边际宽松，住宅竣工面积从 12 月起跌幅开始收窄，销售与竣工的背离有望扭转，2019 地产竣工交付对应 2017 年新房销售，交付面积有望迎来周期小高峰。（2）一二线房屋销售边际向好。一二线城市二手房成交回暖以及部分一二线城市棚改加速，推动行业格局向好。
 **2、寻找公司层面 α：**行业格局开始逐步改变，在单品-多品-大家居-整装路径下，公司差异逐步被拉开，寻找超额收益建议关注全品类+客单价提升+整装渠道红利标的龙头欧派家居、尚品宅配、黑马志邦家居。预计今年整个家居板块有望实现预期修复-业绩兑现两波行情。

**软体：“小而美” vs “大而全”，差异化战略中的一致性**

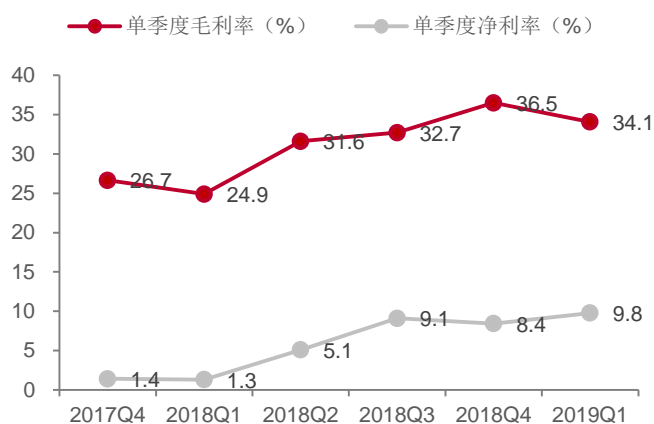
- 2018 年软体家具表现整体优于家居板块。1) 内生：**顾家 2018 年内生营收增长约 24%，内生利润增长约 17%，全年内生增速稳健。**2) 外延：**外延并表增厚全年收入 9.2 亿，带动整体营收增速升至 37%。**3) 利润：**2018H1 前 TDI 等原材料价格高企，导致梦百合毛利率和净利率下滑明显。成本端弹性 2018Q3 已实现反转，对应梦百合盈利水平逐季回升。

**图表 43：A 股软体家居公司单季度营收及归母净利润增速对比**

代码	简称	营收同比增长率(%)					归母净利润同比增长率(%)				
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
603816	顾家家居	34.2	26.9	34.9	52.9	32.8	42.9	7.0	30.6	0.7	10.0
603008	喜临门	83.6	36.3	29.9	9.4	-5.6	23.6	34.5	-66.6	-854.6	-56.0
603313	梦百合	26.9	19.6	33.4	39.0	28.8	-93.2	-26.8	127.2	596.1	1547.3

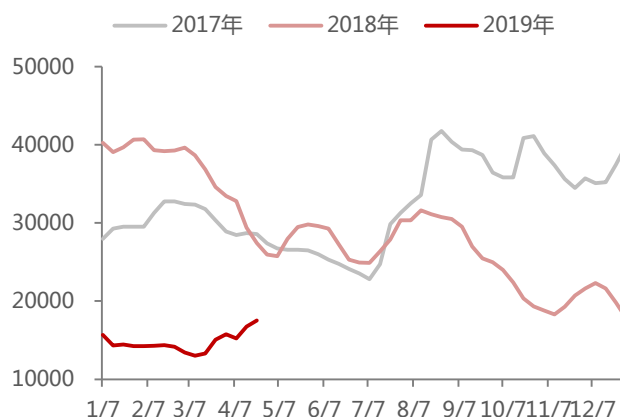
来源:wind、中泰证券研究所

图表 44: 梦百合单季度毛利率净利率波动



来源: wind、中泰证券研究所

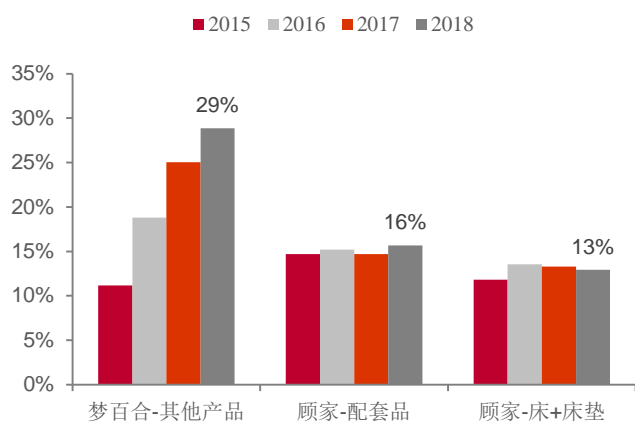
图表 45: TDI 价格走势 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

- **配套品贡献度持续上升, 多渠道驱动增长具备一致性。**梦百合包含沙发、电动床在内的配套品 2018 年收入 8.7 亿, 同比增长 50%, 顾家家居配套品和床类产品合计内生营收占比约 30%, 与梦百合其他产品营收占比基本持平。考虑营收体量和单品及多品的策略差异, 配套品贡献均已不容忽视。

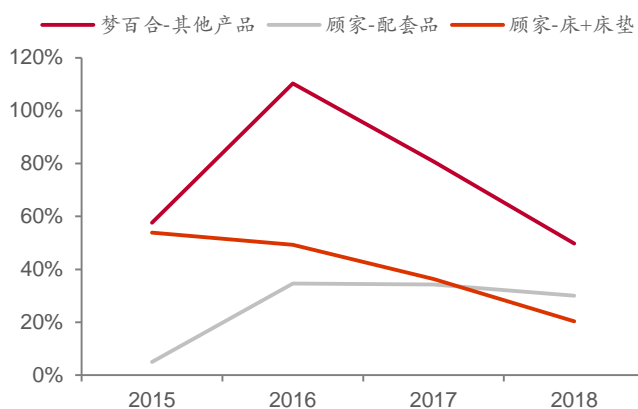
图表 46: 配套品营收占比



来源: wind、中泰证券研究所

备注: 顾家均为内生收入口径

图表 47: 配套品营收增速



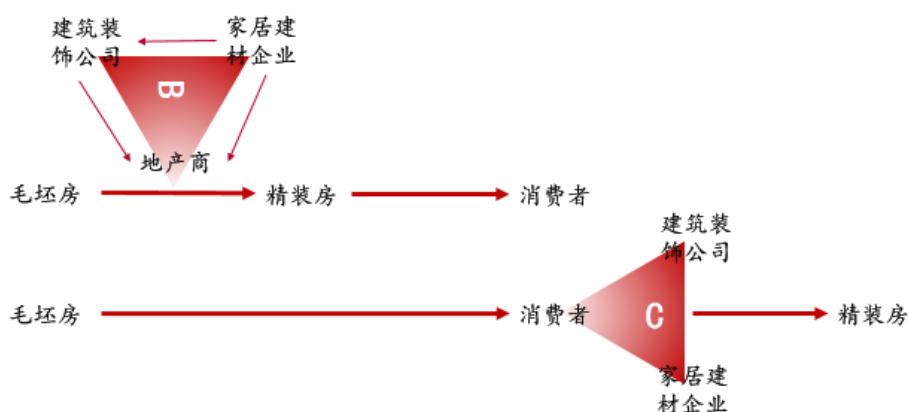
来源: wind、中泰证券研究所

- **投资展望: 成本端短期波动不改中长期成长性, 关注外延整合与反倾销落地。**短期 TDI 价格回归理性带动梦百合利润弹性修复已兑现, 原材料价格短期低位波动不改中长期成长性。外销不确定性上, 当下时点关注 5 月 27 日中美床垫反倾销落地, 从海外产能、供应链管理与终端销售能力来看, 中长期仍将利好出口业产能出清。内销整合上, 顾家家居 2019 年定调改革提效, 对现有外延标的整合仍将贡献一定利润。

成品: 工装兼具高成长与确定性, 规模效应超预期

- 对比C端零售渠道公司,以B端工程渠道为主的工装企业增速相对稳定。别除外延并购影响,美克、曲美、大亚圣象营收和利润增速 18Q4 为全年低点,19Q1 均环比修复,其中行业格局较为成熟的大亚圣象利润表现优于收入行业内其他企业,龙头领先优势显著。此外,对比以C端零售渠道为主的成品家居企业,以B端工程业务为主的工装企业相对中高速增长。

图表 48: 精装修产业链模式



来源: 中泰证券研究所

图表 49: A 股成品家居公司单季度营收及归母净利润增速对比

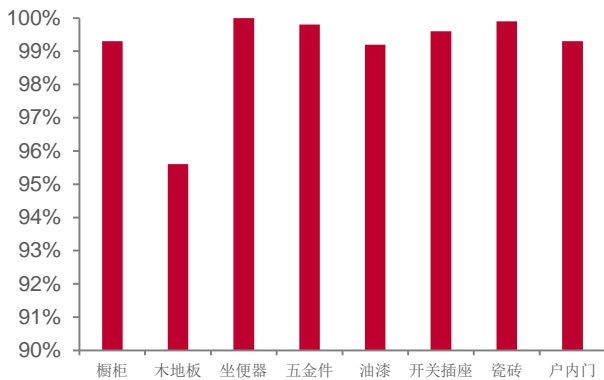
代码	简称	营收同比增长率(%)					归母净利润同比增长率(%)				
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
002798	帝欧家居	935.6	677.5	801.2	561.0	37.6	2214.8	410.1	1396.9	380.1	48.8
603208	江山欧派	10.3	16.4	45.0	29.8	21.5	-51.0	20.4	69.7	-7.7	9.7
603818	曲美家居	15.0	7.3	30.2	80.9	154.8	12.5	-47.5	-64.1	-315.4	-57.9
600337	美克家居	32.7	46.3	30.2	0.8	5.2	32.7	36.8	23.1	6.9	6.1
000910	大亚圣象	11.1	4.1	3.9	-3.1	1.1	41.3	23.3	17.4	-4.5	9.7
002631	德尔未来	12.5	13.2	14.9	3.1	2.4	-33.2	-12.8	115.2	42.3	-20.2
603226	菲林格尔	27.3	-0.9	-0.9	3.0	-17.8	130.5	0.1	24.0	11.6	-24.4

来源:wind、中泰证券研究所

- 橱柜、瓷砖、木门、卫浴,部品配套率体现市场空间。建材类和硬装家居是精装房标配,配套率在90%以上。其中橱柜、卫浴、瓷砖及户内门等硬装部品的配置率已接近100%,精装房渗透率的提升将直接拉动标配产品市场规模增长。考虑公司盈利能力,欧神诺毛利率逐年增长,生产端和供应链管理上的规模优势超出市场预期。

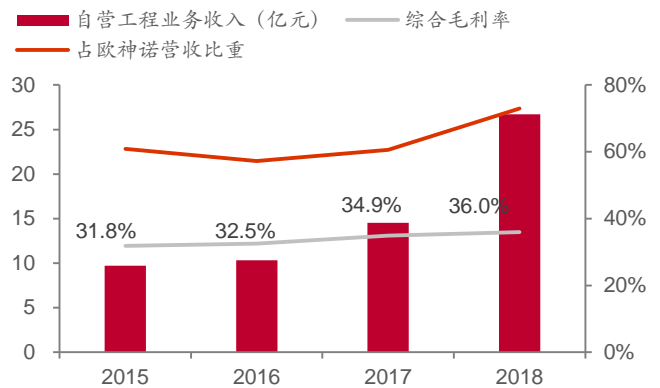


图表 50: 精装修市场部品配置率



来源: 奥维云网、中泰证券研究所

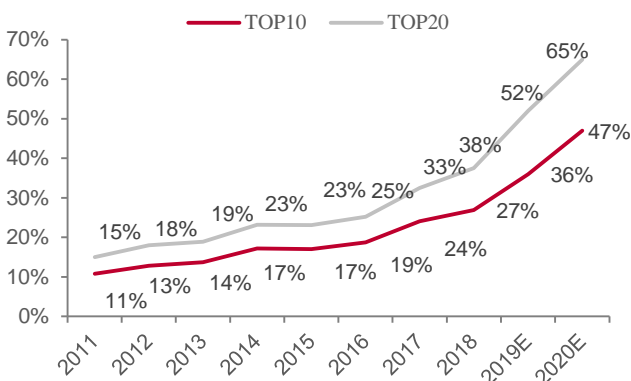
图表 51: 欧神诺工程业务收入与毛利率变动情况



来源: wind、中泰证券研究所

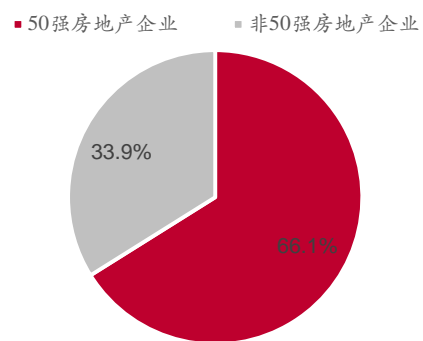
- 买方集中带动买方集中, 龙头房企掌握精装修主要客流。**克而瑞数据显示, 2018年, TOP10和TOP20房企集中度达到26.9%和37.5%, 同比提升2.7和5个百分点, TOP100房企集中度66.7%, 提升幅度高达11.3个百分点。长期来看, 房企仍将保持规模分化格局, 市场份额向大型品牌开发商靠拢。地产商依托自身平台, 将下游主材供应商以及中游建筑装饰企业进行整合。家居建材企业的买方不再是零售市场分散的消费者, 而是拥有较强资源整合力的房地产企业。未来伴随地产集中度的进一步提高, 精装修市场有望进一步向龙头房企集中, 带动大型工装家居公司业绩中高速增长。

图表 52: 我国房地产行业集中度



来源: 克而瑞, 中泰证券研究所

图表 53: 地产 50 强占精装房市场份额



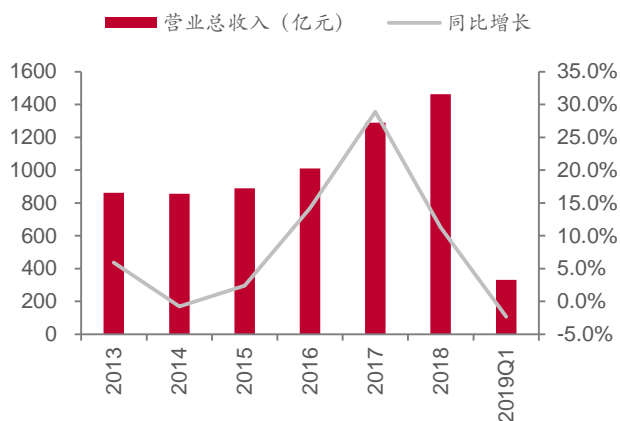
来源: 全装联, 中泰证券研究所

- 投资展望: 行业端把握竣工交房大年, 公司端关注客户优势+规模效应。**从订单结构来看, 2019年交付订单以2017年新房为主, 对应竣工周期小高峰。建议关注客户优势+规模效应提升的帝欧家居。1) 欧神诺深度合作碧桂园、万科的同时腰部客户开拓进展良好。2) 生产端规模效应持续释放及供应链管理优化构筑成本、服务壁垒, 持续受益精装趋势及地产集中度提升。

造纸：关注生活用纸业绩弹性，长线看文化纸格局改善

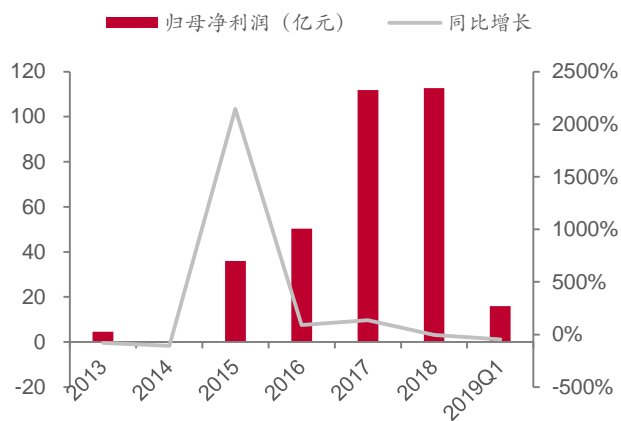
- **2018H2 开始收入利润增速下行。**2018 年，造纸板块合计实现营业收入 1463 亿元，同比增长 11.3%；实现归母净利润 113 亿元，同比下滑 4.9%。其中下半年营收与净利润增速明显放缓。2019Q1，板块营收合计 331 亿元，同比下滑 2.3%；归母净利润 16 亿元，同比下滑 48.1%。

图表 54：造纸板块营收规模



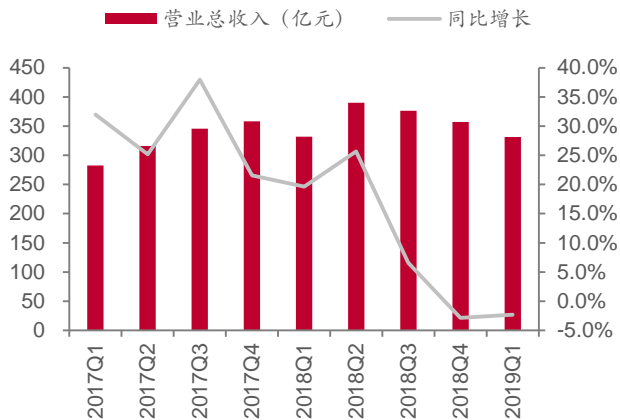
来源：wind、中泰证券研究所

图表 55：造纸板块归母净利润情况



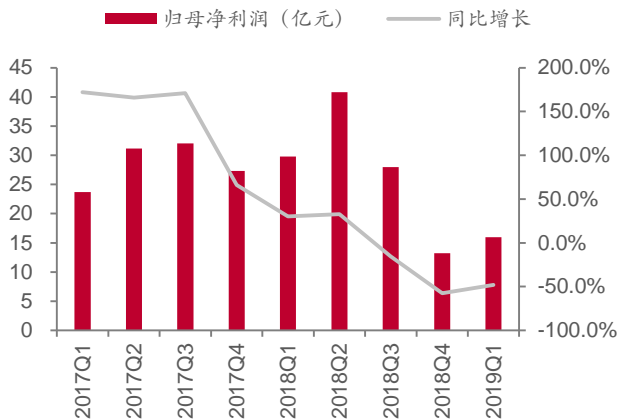
来源：wind、中泰证券研究所

图表 56：单季度造纸板块营收规模



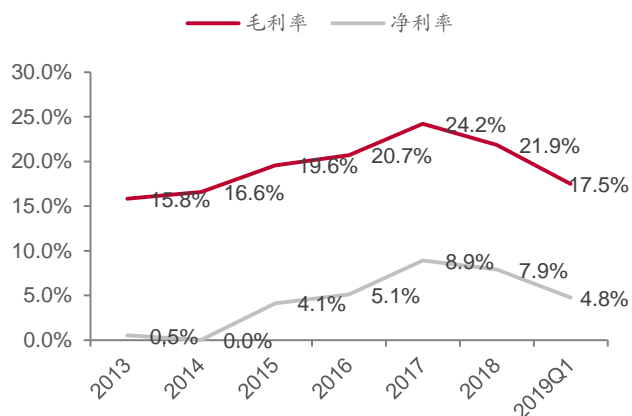
来源：wind、中泰证券研究所

图表 57：单季度造纸板块归母净利润情况

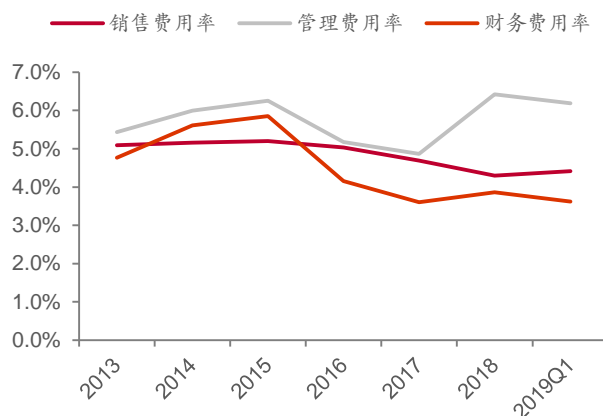


来源：wind、中泰证券研究所

- **毛利率与净利率下行，管理费用略有提升。**2018 年，造纸板块综合毛利率 21.9%，净利率 7.9%，同比 2017 年均均有下滑。2019Q1，板块毛利率继续下降至 17.5%，净利率继续下降至 4.8%。费用方面，2018 年，造纸板块三费合计占比 14.6%（较 2017 年+1.4pct.），其中管理费用（含研发费用）较 2017 年提升 1.5pct。2019Q1 三项费率合计 14.2%。

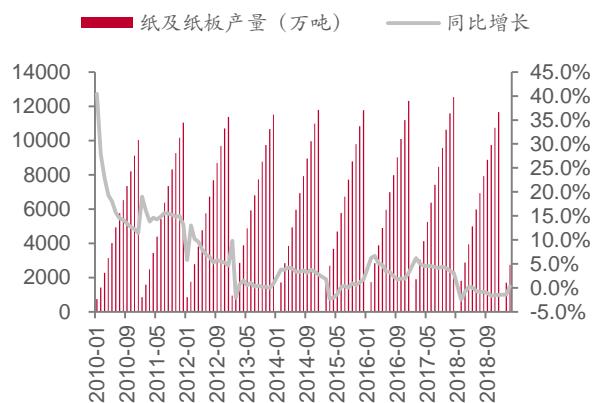
**图表 58: 造纸板块整体毛利率和净利率**


来源: wind、中泰证券研究所

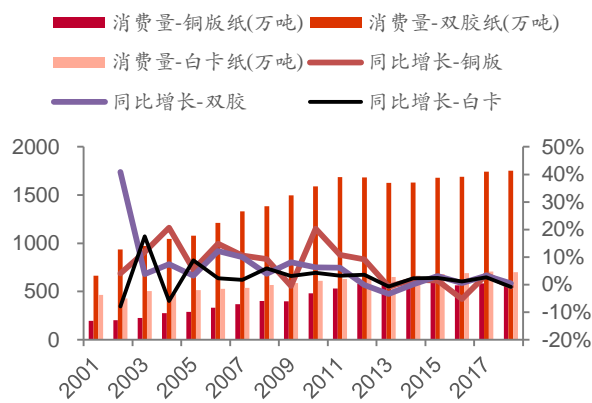
**图表 59: 造纸板块费用率情况**


来源: wind、中泰证券研究所

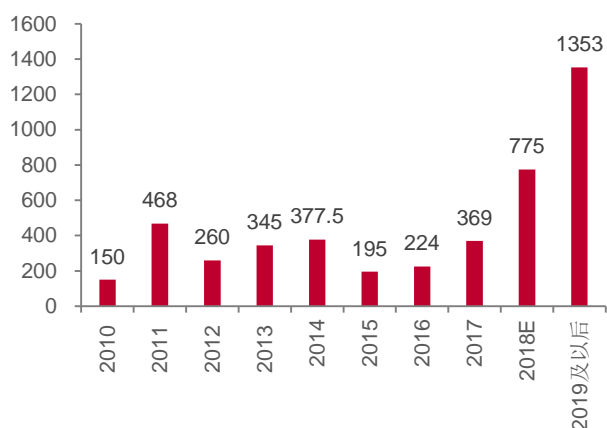
- 供需不匹配, 行业红利边际减弱。**造纸行业自 2016 年四季度开始先后经历了两波景气行情, 支持纸价上行的核心逻辑分别是供给侧改革导致的中小产能出清及由于成本上行导致的纸价上涨。但 2018 年下半年开始, 行业出现供需格局不匹配的现象, 行业层面, 2018 年 6 月开始我国造纸行业产量出现同比负增长, 至 2019 年 3 月方现企稳迹象。分纸种看, 文化纸虽然新增产能较少, 但需求端铜版纸、白卡纸均出现下滑, 双胶纸同比仅有 0.4% 增长。包装纸则出现更为严重的供需失衡, 供给端, 2018 年行业新增产能投放是过往三年均值的三倍, 但需求端, 2018 年箱板纸和瓦楞纸消费量同比分别下滑 10.1% 和 9.9%。

**图表 60: 我国成品纸产量 18 年下半年开始负增长**


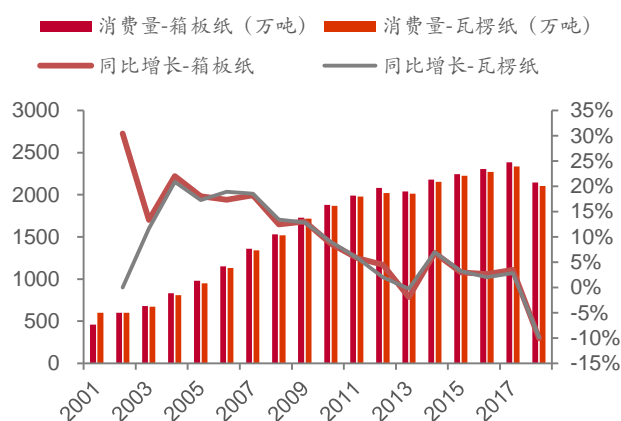
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 61: 文化纸消费量增速下滑**


来源: wind、中泰证券研究所

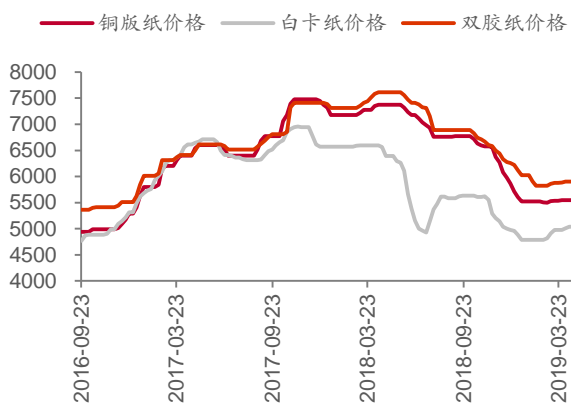
**图表 62: 包装纸新增产能投放加速 (万吨)**


来源: RISI、中泰证券研究所

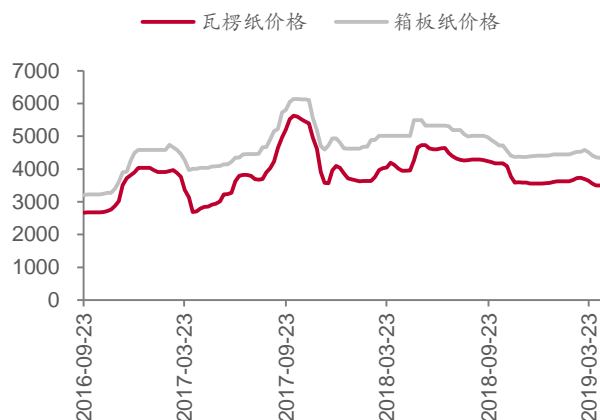
**图表 63: 包装纸消费量 2018 年同比下降 10%**


来源: wind、中泰证券研究所

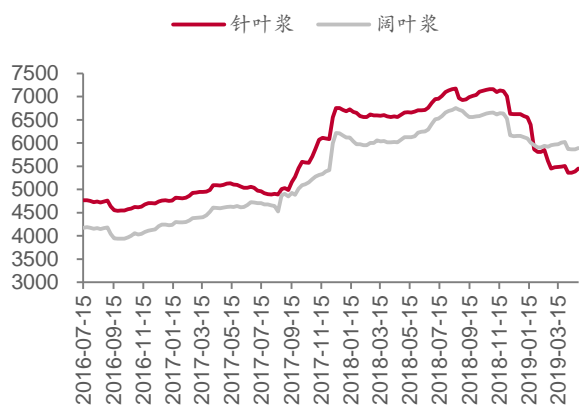
- 需求不振导致纸价下行, 龙头成本优势依旧。**成品纸价格方面, 文化纸: 2018 年底铜版纸、双胶纸、白卡纸价格较上年同期分别下跌 22.6%、24.5%、16%。2) 包装纸: 2018 年底箱板纸和瓦楞纸市场同比下滑 16% 和 11.7%。原材料方面, 阔叶浆、针叶浆价格自 2018Q4 开始下行, 浆价下行滞后于行业需求与成品纸价格下跌, 后续若纸价企稳, 企业成本压力有望逐步释放。而包装纸方面, 国废价格 2018Q4 下跌后价格重新抬升, 而美废价格在 2019Q1 大幅下降, 导致内外废价差重新抬升, 利好龙头巩固成本优势。

**图表 64: 文化纸价格走势 (元/吨)**


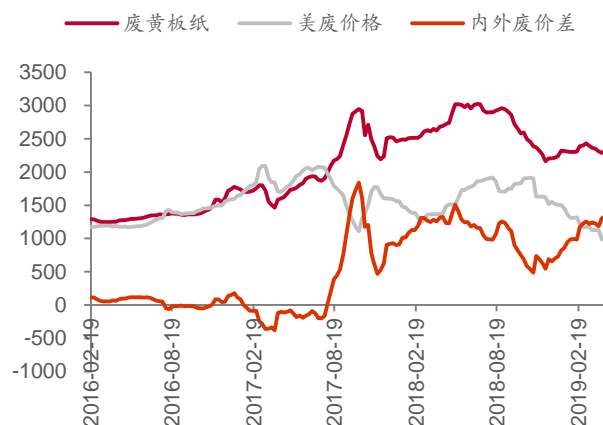
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

**图表 65: 包装纸价格走势 (元/吨)**


来源: 百川资讯、中泰证券研究所

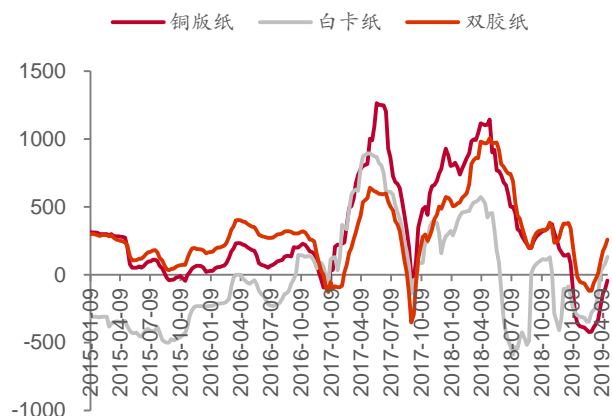
**图表 66: 木浆价格走势 (元/吨)**


来源: 百川资讯、中泰证券研究所

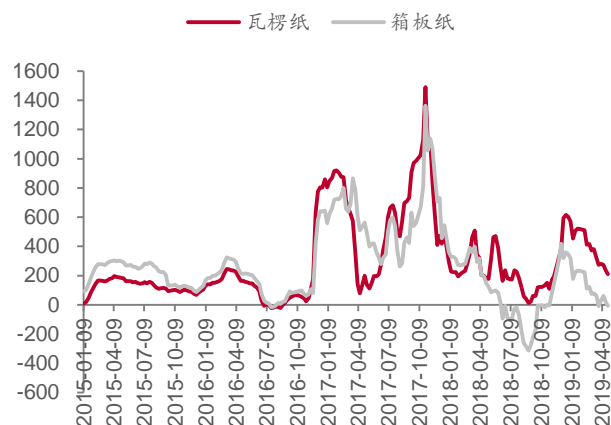
**图表 67: 内外废价格走势 (元/吨)**


来源: 百川资讯、中泰证券研究所

- **吨盈按纸种明显分化。**吨盈方面, 当前文化纸吨盈在纸价略有反弹、浆价基本企稳的背景下触底回升, 而包装纸则在成本端拉升的压力下吨盈继续下滑, 其中箱板纸行业接近于不盈利状态。

**图表 68: 文化纸吨盈利情况 (元/吨)**


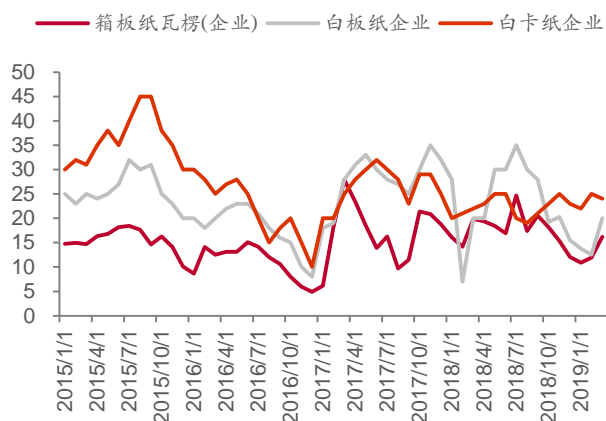
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 69: 包装纸吨盈利情况 (元/吨)**


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

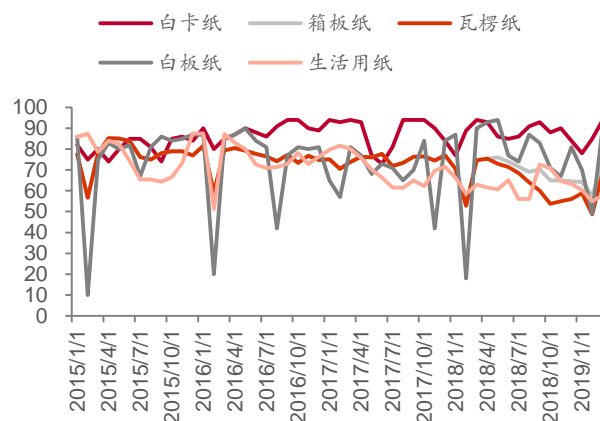
- **库存总体平稳, 开工率触底回升。**造纸行业 2018 年至今库存虽有波动, 但主要以季节性变化为主, 当前箱板纸、白板纸、白卡纸企业库存 16 天、20 天、24 天, 处于合理位置。开工率在持续下行后 3 月出现触底反弹趋势。

图表 70: 文化纸吨盈利情况 (元/吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

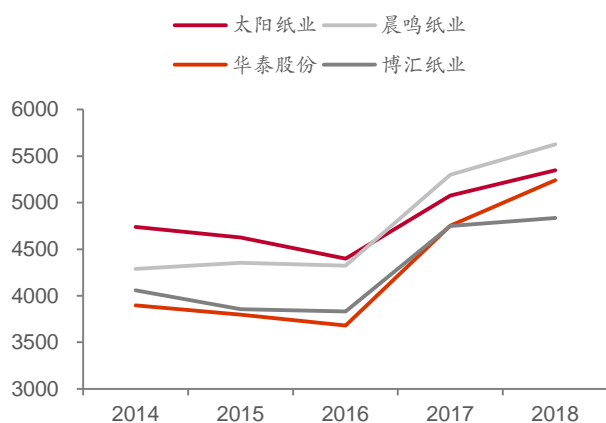
图表 71: 内外废价格走势 (元/吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

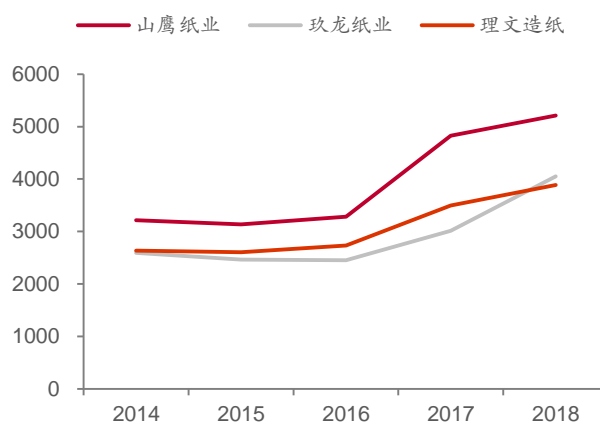
- 产品升级, 全年龙头吨价提升。**2018 年, 虽遇下半年行业景气周期下行, 但一方面考虑上半年行业依然处于景气周期, 另一方面龙头产品升级带动价格提升, 文化纸与包装纸龙头企业吨纸价格均呈现上行态势。吨净利方面, 文化纸行业龙头吨净利普遍较 2017 年下滑, 但太阳纸业、晨鸣纸业下滑明显较博汇、华泰股份趋势缓和, 我们认为主要源于公司木浆自给能力对成本优势的体现。包装纸方面, 山鹰纸业、玖龙纸业吨净利较 2017 年提升, 我们认为山鹰纸业吨净提升是北欧纸业并表后产品升级及外废配额红利的体现。玖龙纸业同样受益于外废配额红利。

图表 72: 文化纸龙头吨价趋势 (元/吨)

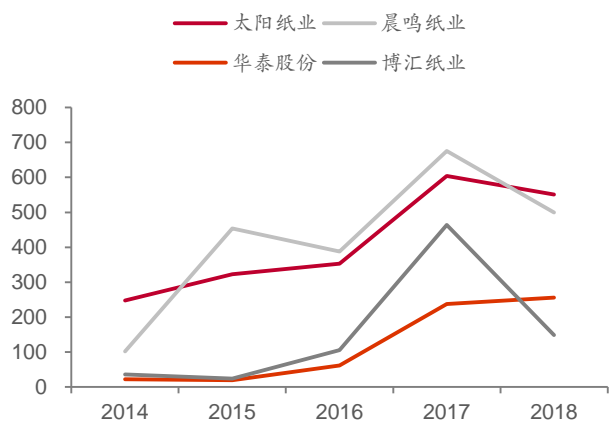


来源: 公司公告、中泰证券研究所

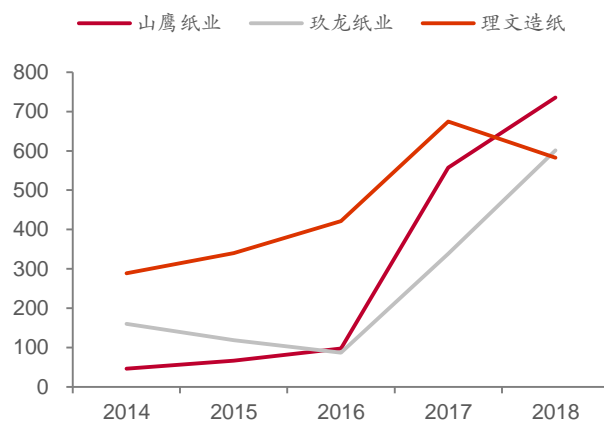
图表 73: 包装纸龙头吨价趋势 (元/吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 74: 文化纸龙头吨净利趋势 (元/吨)**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 75: 包装纸龙头吨净利趋势 (元/吨)**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 龙头依然领跑行业。**从行业内部格局来看,一方面依托自身资源禀赋构建成本控制能力。另一方面依托自身资源、技术、规模等优势,并通过持续扩张提升市场份额,龙头企业依然具备明显的 $\alpha$ 效应。从过往业绩表现来看,造纸行业龙头企业的业绩增长也持续领先行业总体表现。

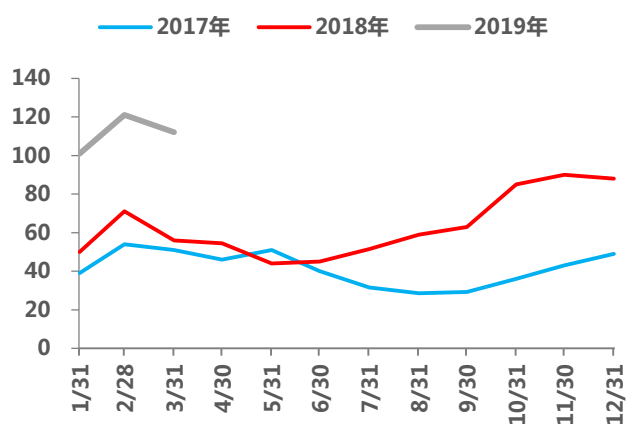
**图表 76: 造纸行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势**

公司	主营业务收入增长率								
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
太阳纸业	52.47%	16.88%	37.58%	21.94%	14.29%	26.76%	12.51%	9.06%	8.13%
山鹰纸业	37.32%	38.76%	60.64%	38.66%	60.60%	59.89%	21.56%	26.41%	-3.74%
SW造纸II	31.96%	25.16%	37.95%	21.55%	19.63%	25.64%	6.58%	-2.88%	-2.33%
公司	归母净利润增长率								
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
太阳纸业	210.22%	106.36%	63.91%	62.68%	40.14%	40.63%	14.82%	-32.92%	-38.34%
山鹰纸业	615.5%	339.7%	959.64%	300.39%	39.85%	179.80%	1.08%	51.92%	-24.33%
SW造纸II	172.1%	165.9%	171.12%	65.94%	30.38%	32.78%	-15.39%	-57.43%	-48.10%

来源: wind、中泰证券研究所

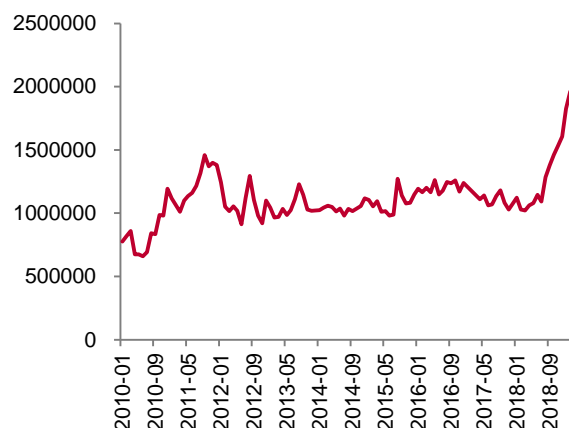
- 投资建议 1: 木浆价格持续下行, 关注生活用纸行业投资机会。**当前木浆价格处于回调下行区间, 主要是: 1) 造纸行业需求下行导致木浆用量降低。2) 港口木浆持续处于高位所致。综合我们先前报告中木浆供需格局逐步被打破的判断, 我们认为浆价可能呈现震荡下行趋势。浆价下行, 利好生活用纸成本压力释放。**建议积极关注 A 股生活用纸龙头中顺洁柔, 港股生活用纸龙头恒安国际, 维达国际。**

图表 77: 青岛港木浆库存处于高位 (万吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 78: 港口木浆总库存处于高位 (万吨)



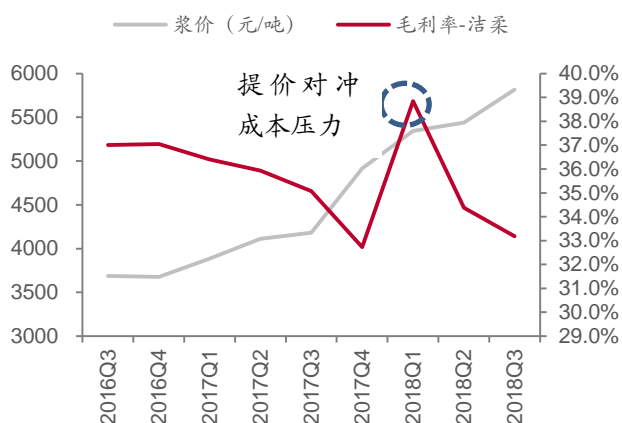
来源: wind、中泰证券研究所

图表 79: 2017-2020 木浆新增产能与需求测算

单位: 万吨	2017	2018E	2019E	2020E
新增纸种需求	73	37	52	62
非木浆转化需求	-6	12	10	8
吨纸浆耗波动	208	-1	-32	-6
中国市场总增量	275	49	31	64
其他市场增量	50	53	55	58
合计新增需求	325	102	86	122
预计新增产能	292	326	120	150

来源: wind、PPPC、中泰证券研究所

图表 80: 中顺洁柔毛利率与浆价存在反向关系



来源: wind、中泰证券研究所

图表 81: 中顺洁柔生活用纸毛利率敏感性

产品	卷纸	非卷纸
收入	100%	100%
成本	阔叶浆	33.0%
	针叶浆	15.5%
	其他	23.2%
毛利率	28.2%	41.2%
占营收比重	39.0%	59.4%
浆价对毛利率敏感性	0.396	

来源: 公司公告、中泰证券研究所



**图表 82: 中顺洁柔卷纸和非卷子毛利率弹性测算 (卷纸/非卷纸)**

菜价/汇率	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%
-30%	45.0%	44.3%	43.6%	42.9%	42.3%	41.6%	40.9%
-20%	40.4%	39.7%	38.9%	38.1%	37.3%	36.6%	35.8%
-10%	35.9%	35.0%	34.1%	33.3%	32.4%	31.5%	30.7%
0%	31.3%	30.4%	29.4%	28.4%	27.5%	26.5%	25.5%
10%	26.8%	25.7%	24.7%	23.6%	22.5%	21.5%	20.4%
20%	22.2%	21.1%	19.9%	18.8%	17.6%	16.4%	15.3%
30%	17.7%	16.4%	15.2%	13.9%	12.7%	11.4%	10.2%

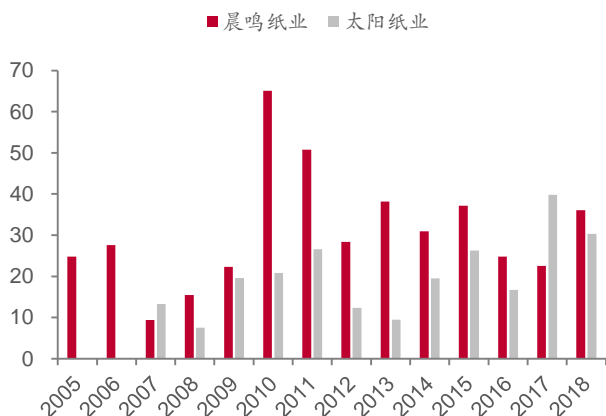
  

菜价/汇率	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%
-30%	53.2%	52.8%	52.3%	51.8%	51.3%	50.8%	50.3%
-20%	50.0%	49.4%	48.9%	48.3%	47.8%	47.2%	46.6%
-10%	46.7%	46.1%	45.5%	44.8%	44.2%	43.6%	43.0%
0%	43.5%	42.8%	42.1%	41.4%	40.7%	40.0%	39.3%
10%	40.2%	39.4%	38.7%	37.9%	37.1%	36.4%	35.6%
20%	36.9%	36.1%	35.3%	34.4%	33.6%	32.8%	31.9%
30%	33.7%	32.8%	31.9%	31.0%	30.1%	29.2%	28.3%

来源: wind、中泰证券研究所

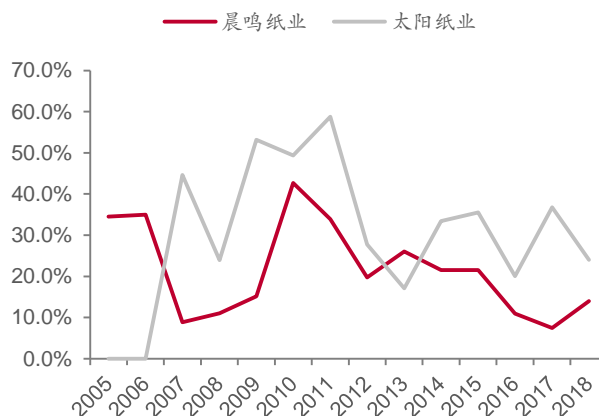
- 投资建议 2: 文化纸格局趋稳, 中长期建议配置龙头。**工业纸种方面, 我们认为, 尽管短期内因行业周期下行企业盈利能力承压, 但一方面, 文化纸行业格局趋于稳定, 需求端有刚性见底趋势, 供给端新增产能远优于包装纸, 行业集中度高的特点也有助于格局稳定。此外, 行业较为成熟的特点决定了企业资本开支有望逐步降低, 则企业分红率可能随之提升。造纸行业低估值的特点有望使得龙头企业股息率提升。**中长期建议关注行业龙头太阳纸业。**

**图表 83: 太阳纸业 CAPEX2018 年出现下降**



来源: wind、中泰证券研究所

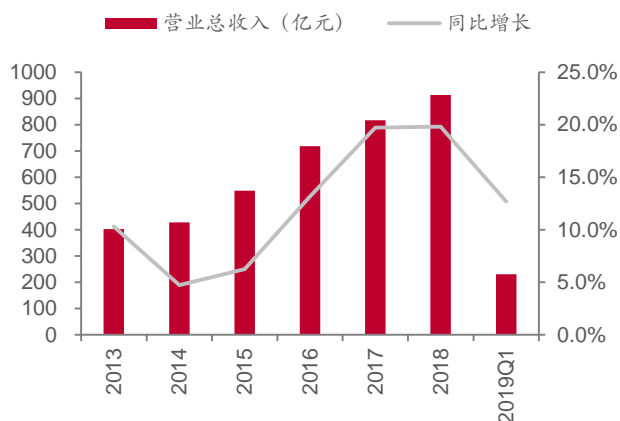
**图表 84: 太阳纸业/晨鸣纸业 CAPEX/权益正在下降**



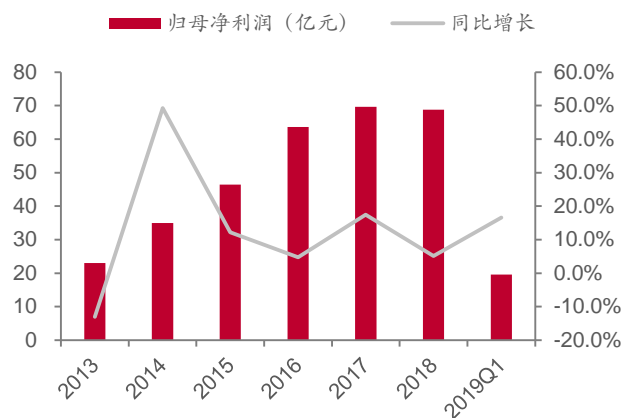
来源: wind、中泰证券研究所

**包装印刷: 集中度提升带来的  $\alpha$  效应是核心看点**

- 包装板块收入利润稳健增长。**2018 年, 包装印刷板块合计实现营业收入 913 亿元, 同比增长 19.8%; 实现归母净利润 69 亿元, 同比增长 5.1%, 但 Q4 收入利润出现明显下行。2019Q1 板块营收合计 230 亿元, 同比增长 12.7%; 归母净利润合计 20 亿元, 同比增长 19.6%。

**图表 85: 包装印刷板块营收规模**


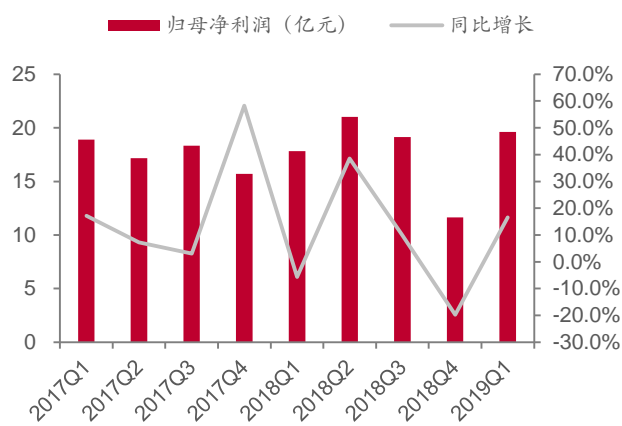
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 86: 包装印刷板块归母净利润情况**


来源: wind、中泰证券研究所

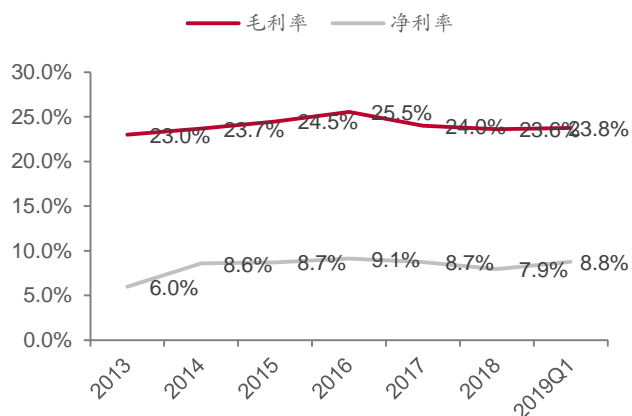
**图表 87: 单季度包装印刷板块营收规模**


来源: wind、中泰证券研究所

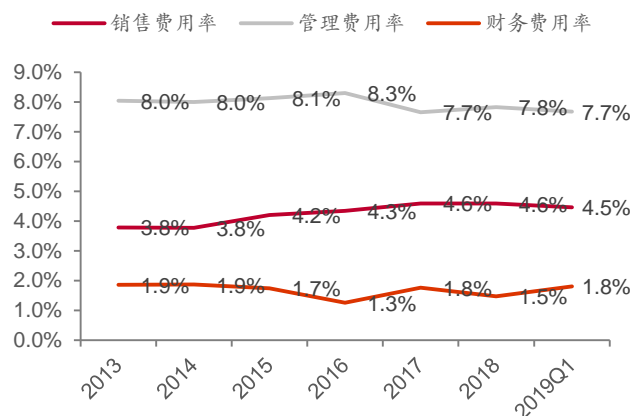
**图表 88: 单季度包装印刷板块归母净利润情况**


来源: wind、中泰证券研究所

- 毛利率、净利率均企稳回升。**2018 年,包装印刷板块综合毛利率 23.6%,同比下降 0.4cpt; 净利率 7.9%,同比下降 0.8pct。2019Q1 板块毛利率 23.8%,净利率 8.8%,较 2018 年呈现企稳回升趋势。费用率方面基本维持稳定,2018 年板块三费合计 13.9%,同比微跌 0.1pct; 2019Q1 板块三费率同为 13.9%。

**图表 89: 包装印刷板块整体毛利率和净利率**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 90: 包装印刷板块费用率情况**


来源: wind、中泰证券研究所

- 龙头收入引领增长，裕同科技拐点初现。** 包装行业龙头裕同科技、合兴包装和劲嘉股份 2018 年均保持较高增速。利润方面，合兴包装、劲嘉股份全年业绩领先板块增长，裕同科技则在 2018Q4 出现业绩拐点，增速环比大幅改善。

**图表 91: 包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势**

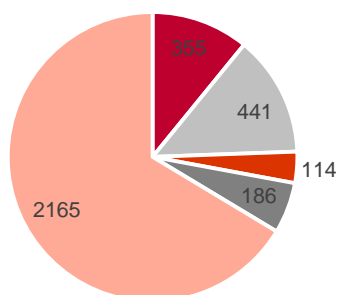
公司	主营业务收入增长率								
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
合兴包装	49.87%	65.21%	99.76%	320.49%	76.10%	100.57%	89.57%	-9.26%	8.24%
裕同科技	38.06%	25.37%	18.55%	24.28%	16.18%	31.46%	16.40%	28.88%	10.54%
劲嘉股份	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%	24.08%
包装印刷	18.90%	17.18%	18.32%	15.70%	17.83%	21.02%	19.15%	11.63%	19.61%
公司	归母净利润增长率								
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
合兴包装	37.54%	41.04%	67.91%	17.23%	60.58%	791.35%	127.22%	-745.69%	17.47%
裕同科技	29.53%	16.09%	0.81%	-0.92%	-14.14%	-14.88%	-7.81%	25.63%	10.69%
劲嘉股份	-26.12%	11.47%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%
包装印刷	17.20%	7.29%	3.10%	58.32%	-5.67%	38.52%	9.85%	-19.73%	16.55%

来源:wind、中泰证券研究所

- “大行业、小企业”的市场格局正在改善。** 包装行业是万亿级市场，其中容量最大的纸包装细分行业市场规模近 3300 亿元，我们测算了相关下游子行业对纸包装的需求，并据此测算各龙头企业在相应子版块中市占率的情况。结果表明，过去五年龙头企业在其细分子行业中的占比呈现逐年提升趋势。但对标发达国家，我国包装行业集中度尚有提升空间。而从行业天花板和集中度基数两个维度看，我们认为箱板瓦楞包装龙头合兴包装未来最具成长潜力。

图表 92: 纸包装细分下游需求测算 (亿元)

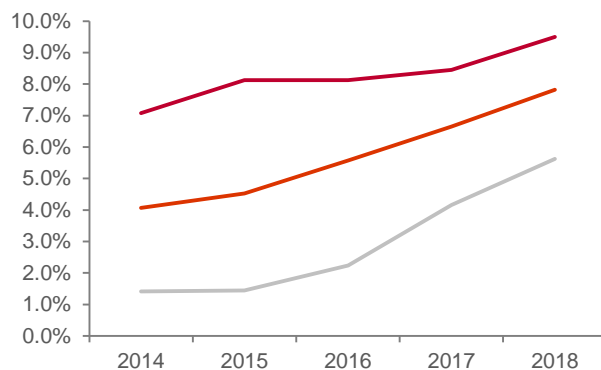
■ 烟标 ■ 酒包 ■ 化妆品包装 ■ 消费电子 ■ 箱板瓦楞等其他包装



来源: 产业信息网、中泰证券研究所测算

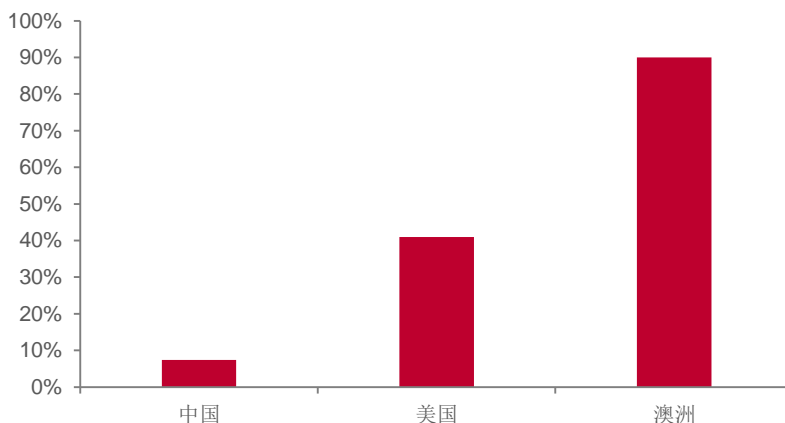
图表 93: 包装子行业龙头市占率测算

— 劲嘉股份 — 合兴包装 — 裕同科技



来源: wind、中泰证券研究所

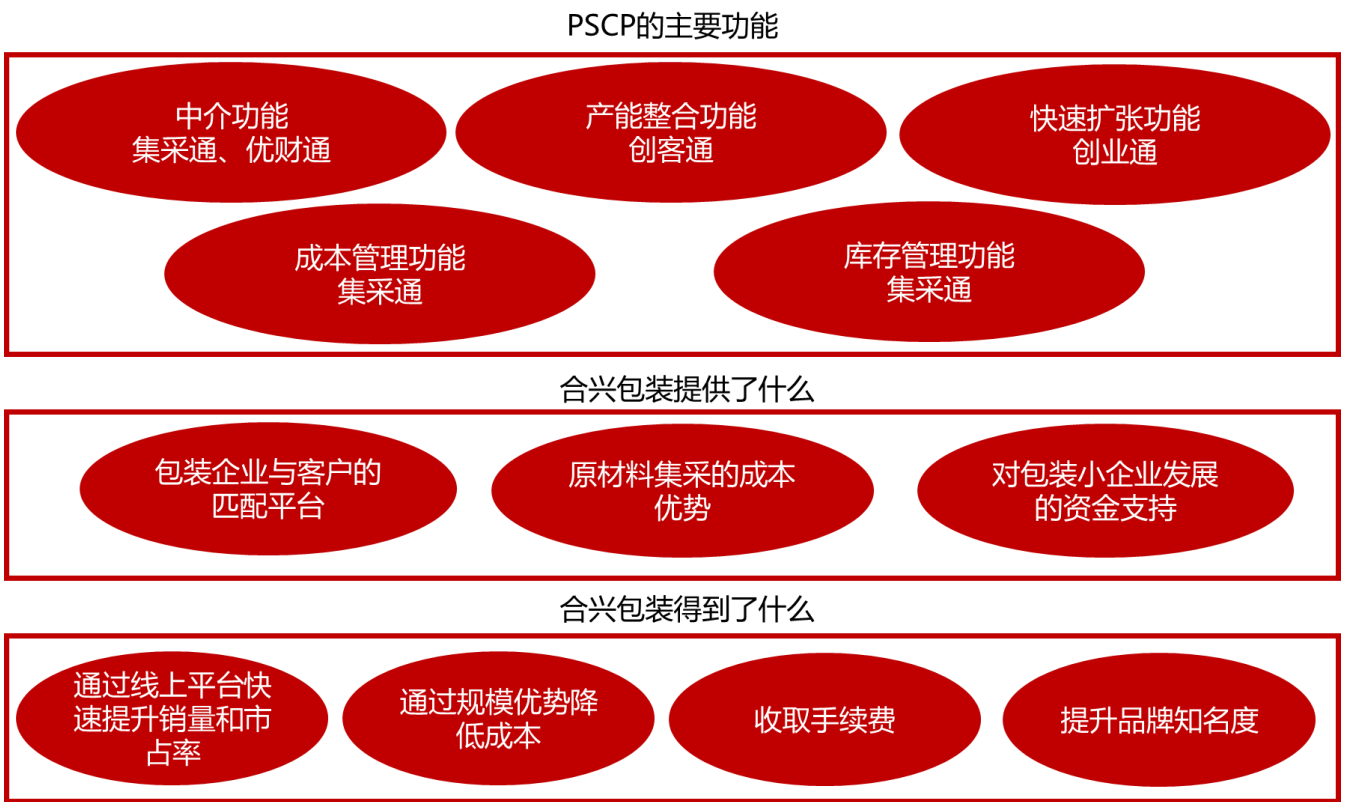
图表 94: 包装龙头集中度-中国 CR3 vs. 美国/澳洲 CR4



来源: 产业信息网、中泰证券研究所

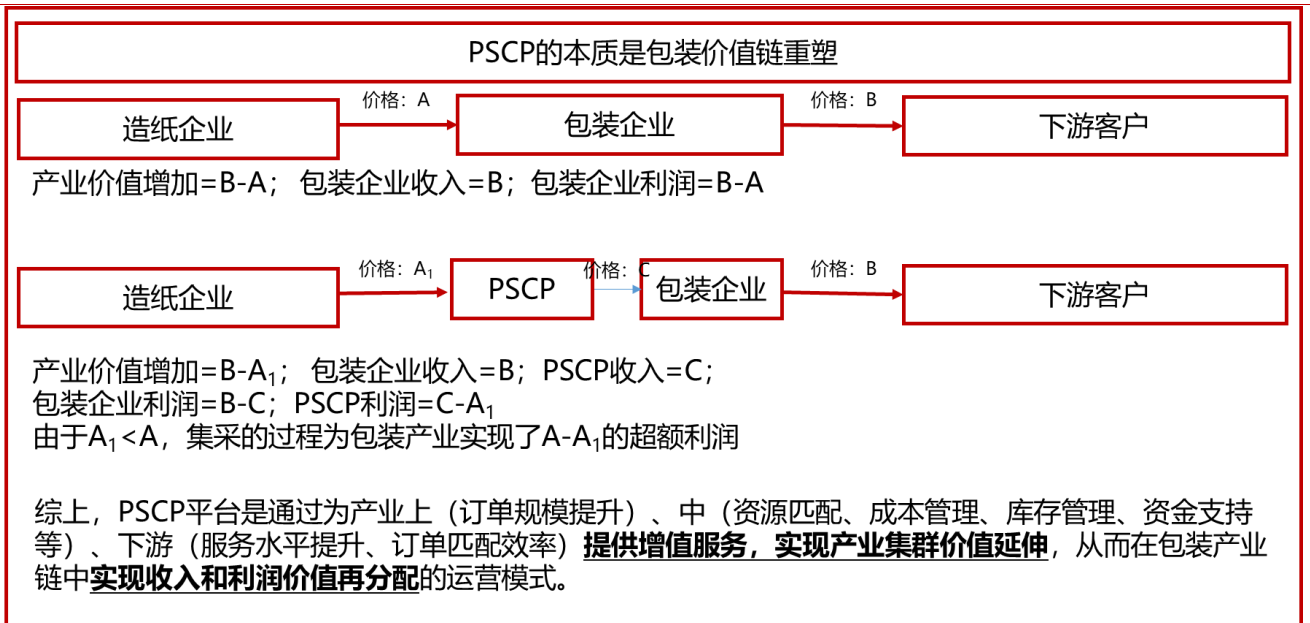
- 投资展望: 龙头轻资产扩张之路下, 关注合兴包装先发优势。**我们看好合兴包装在产业整合大潮中脱颖而出的本质在于 PSCP 平台价值变现的可能性。我们认为 PSCP 平台核心意义在于通过为产业上 (订单规模提升)、中 (资源匹配、成本管理、库存管理、资金支持等)、下游 (服务水平提升、订单匹配效率) 提供增值服务, 实现产业集群价值延伸, 从而在包装产业链中实现收入和利润价值再分配。

图表 95: PSCP 运作方式



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 96: PSCP 平台在包装产业链中的价值再分配作用

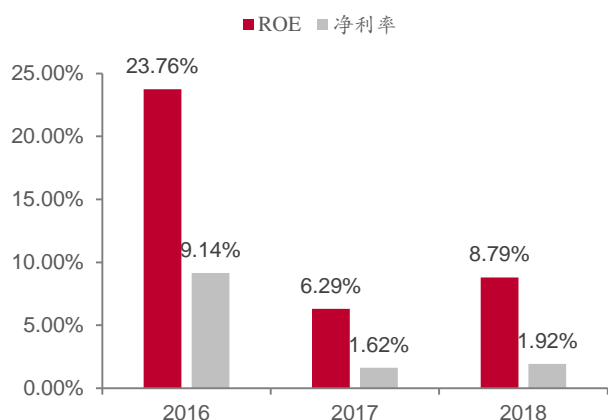


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **2018 年, PSCP 平台放量推动合兴包装 ROE 提升。**2017-2018 年, 合兴包装 ROE 由 6.29%提升至 8.79%。杜邦分析结果表明, 资产周转率的高速提升是 ROE 上行的主要原因。自 2016 年 PSCP 平台推出以来, 公司资产周转率由 1.08 提升至 1.81。而在此期间, 公司营业收入增速

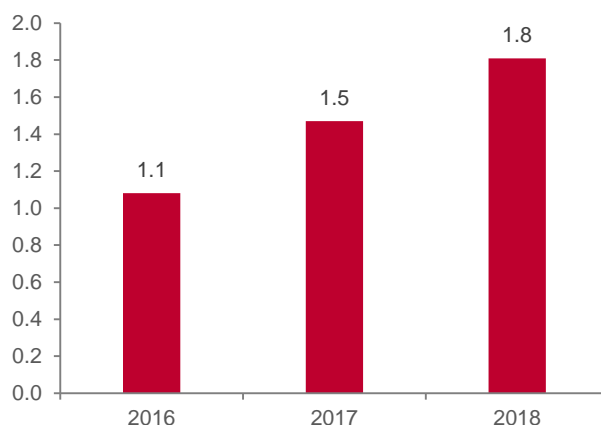
远高于平均总资产增速(2017年营收同比增长91.8%,平均总资产同比增长41.8%;2018年营收同比增长39.1%,平均总资产同比增长13.3%)。我们认为,公司周转率提升的核心原因在于PSCP的放量改变了传统包装行业重资产的经营模式。据公司公告显示,PSCP平台投入总预算约3亿元,而2018年产生营收28.4亿元。未来若PSCP平台能够继续放量,有望持续带动公司ROE上行。

图表 97: 合兴包装 ROE 与净利率变动



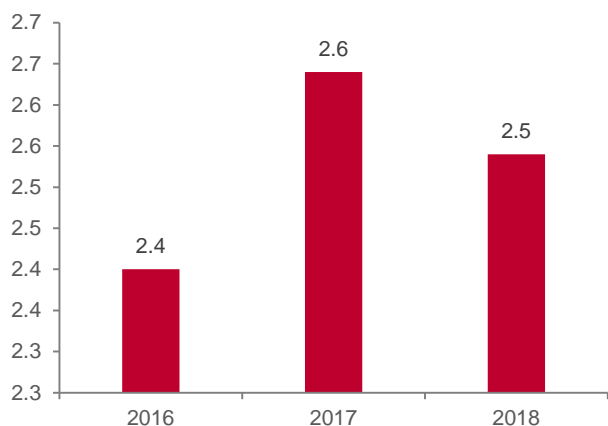
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 98: 合兴包装资产周转率变动



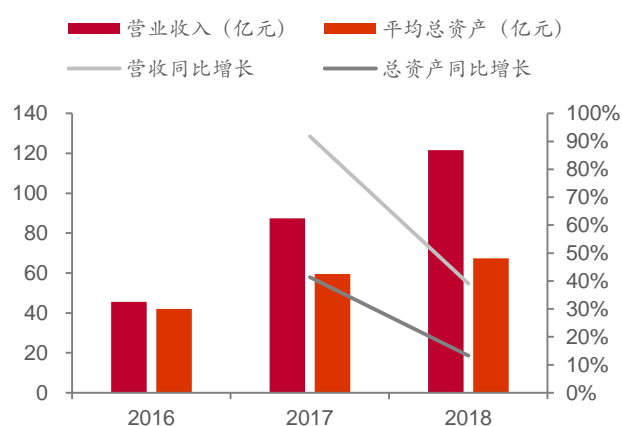
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 99: 合兴包装权益乘数变动



来源: 公司公告、中泰证券研究所

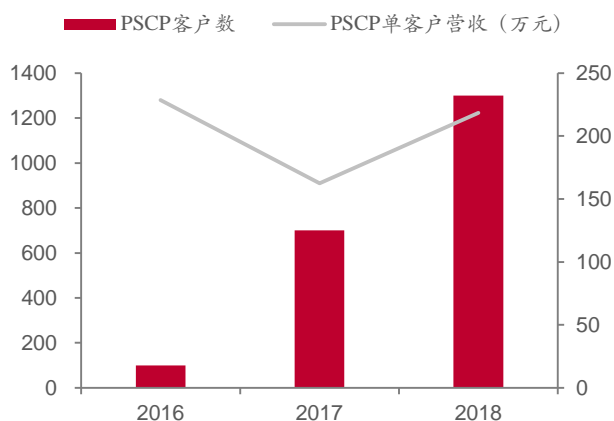
图表 100: 合兴包装营收增速高于资产增速



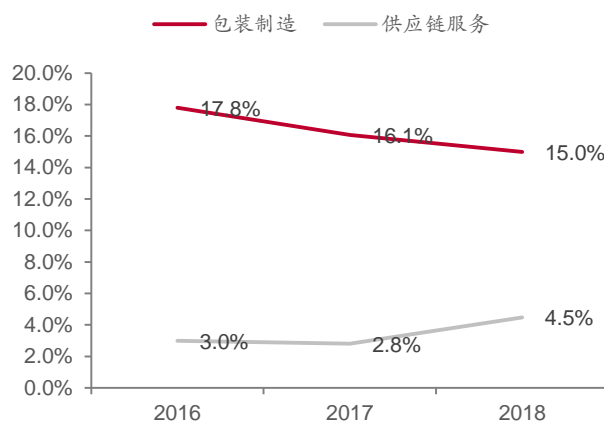
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 合兴包装年报可以降低市场对PSCP平台的担忧。从公司年报看,2018年PSCP平台发生的核心变化包括: 1) 客户数量与体量齐升。客户数量从2017年的700多家增至1300多家,单客户体量同比约提升35%,表明客户粘性逐步增强。2) 毛利率大幅攀升,规模效应初显。2018年公司供应链服务模块毛利率为4.5%,同比提升1.7pct。同期,公司包装制造毛利率由16.1%降至15%,因此可以排除原材料成本端因素导致的毛利率提升。我们认为,规模效应逐步显现是PSCP毛利率大幅好转的核心逻辑。伴随平台签约客户数进一步提高,供应链服务模块毛利率有望继续提升。3) 现金流大幅改善,对下游议价权提升有望带来龙头起航。

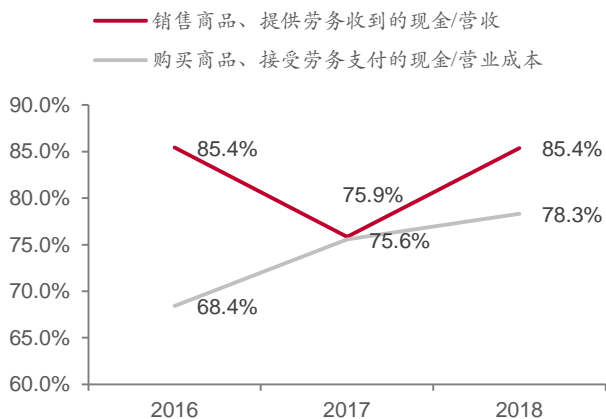
从现金流状况看，公司总体经营性现金流大幅好转。其中销售商品、提供劳务收到的现金/总营收的比例由 2017 年的 75.9% 提升至 85.4%，同期购买商品、接受劳务支付的现金/营业成本比重仅有小幅提升，表明公司现金流好转核心原因在于下游回款的改善。从应收账款情况看，公司 2018 年应收账款同比增长 17%，同期销售收入增长 39%，应收账款周转天数由 157 天降至 150 天。现金流好转、毛利率改善、客户结构优化可以释放市场先前对平台的担忧。

**图表 101: 合兴包装 PSCP 平台数据**


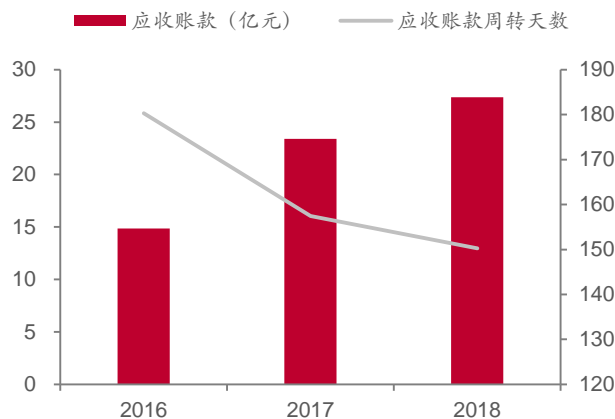
来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 102: 合兴包装各业务模块毛利率**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 103: 合兴包装现金流数据**


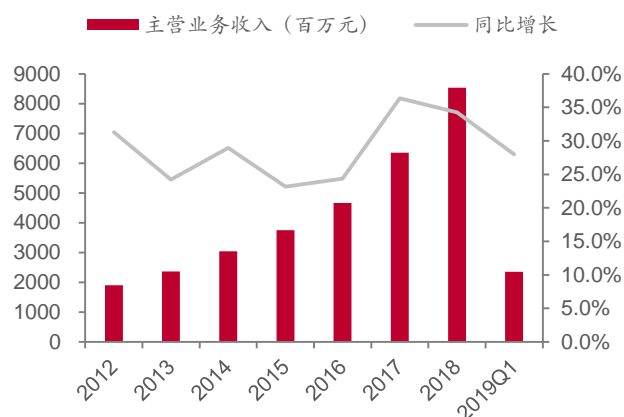
来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 104: 公司应收账款周转天数同比下降**


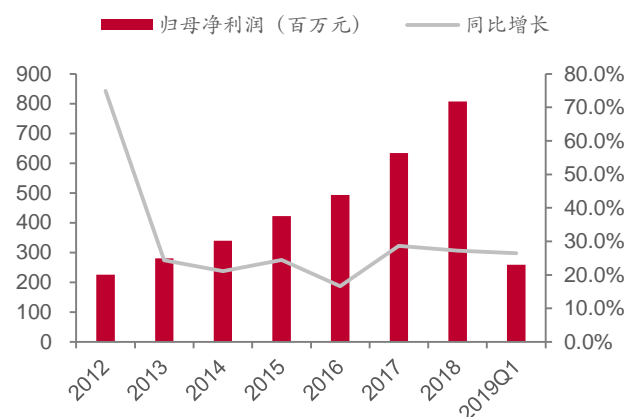
来源：公司公告、中泰证券研究所

### 文娱：万亿市场，龙头成长的孵化器

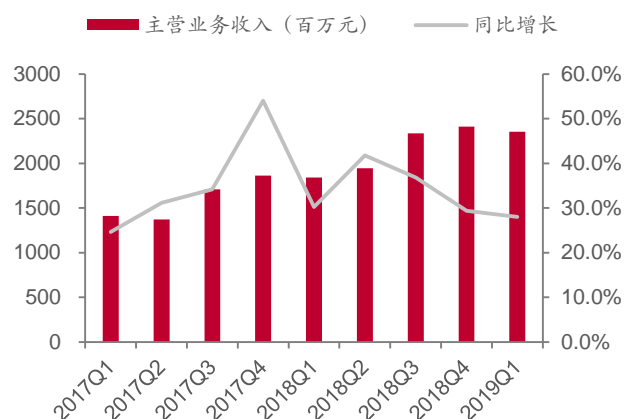
- 晨光文具：业绩高增长延续，有望带来确定性溢价。**2018 年，晨光文具实现营收 85.3 亿元，同比增长 34.3%；实现归母净利润 8.1 亿元，同比增长 27.3%。自 2012 年以来，晨光文具连续 7 年营收增速大于 20%，CAGR 为 28.5%。归母净利润持续高于 15%，CAGR 为 23.7%。从历史表现看，公司业绩增长兼具高速性和可持续性。2019Q1 公司实现营收 23.6 亿元，同比增长 28%。实现归母净利润 2.6 亿元，同比增长 26.4%。

**图表 105: 晨光文具主营业务收入**


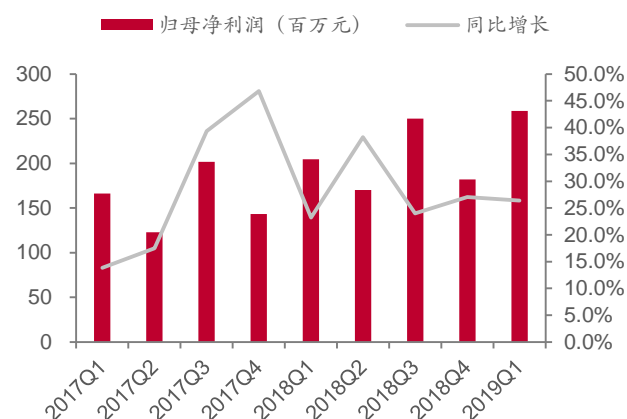
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 106: 晨光文具归母净利润**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 107: 晨光文具单季度营收**


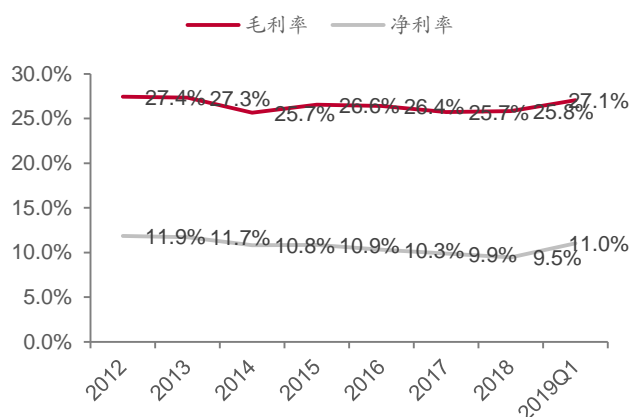
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 108: 晨光文具单季度归母净利润**


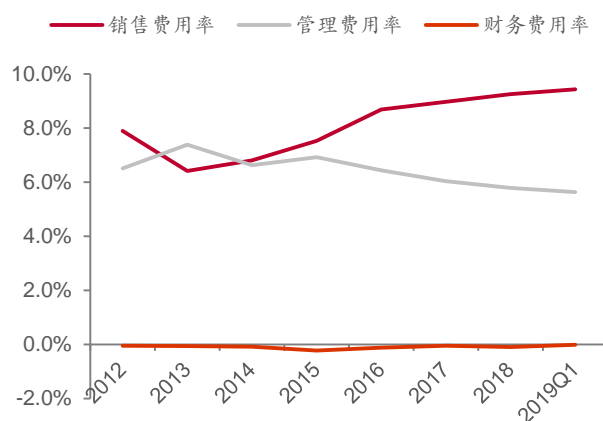
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 毛利率稳步向好, 费用率基本趋稳。**2018 年, 公司毛利率 25.8%, 同比提升 0.1pct, 2019Q1 公司毛利率升至 27.1%。我们认为, 伴随晨光科力普放量及全国化布局初具成效, 规模效应和资本开支降低有望带动毛利率延续上行趋势。费用率方面, 2018 年公司三费率合计 14.9%, 同比下降 0.1pct。2019Q1 公司三费率 15.1%, 近年来费用率基本趋稳。净利率方面, 公司 2018 年净利率 9.5%, 同比略降 0.4pct。2019Q1 净利率大幅增至 11%。



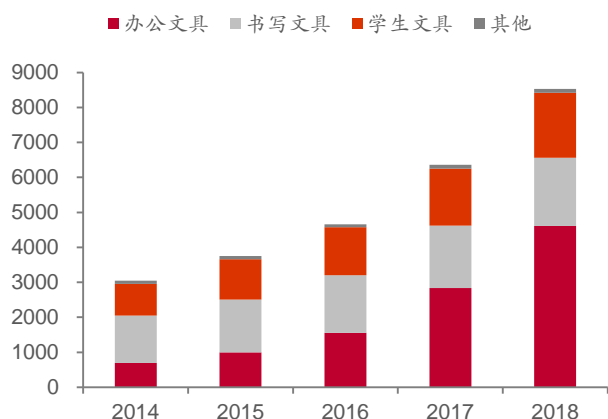
**图表 109: 晨光文具毛利率与净利率**


来源：公司公告、中泰证券研究所

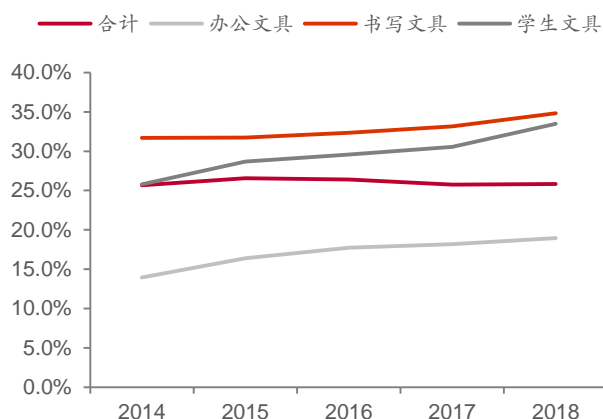
**图表 110: 晨光文具三项费用率**


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 产品拆分：办公文具高速增长，产品毛利率持续改善。**产品结构上，公司办公文具持续高速增长，2014-2018 年 CAGR 为 45.9%。占公司营收比重由 23% 提升至 54%。由于办公文具产品毛利率低于书写文具和学生文具，产品占比提升一度带动企业总体毛利率下行，但近年来伴随各产品线毛利率稳健向好，公司总体毛利率呈现逐步企稳趋势。

**图表 111: 晨光文具分产品营收拆分 (百万元)**


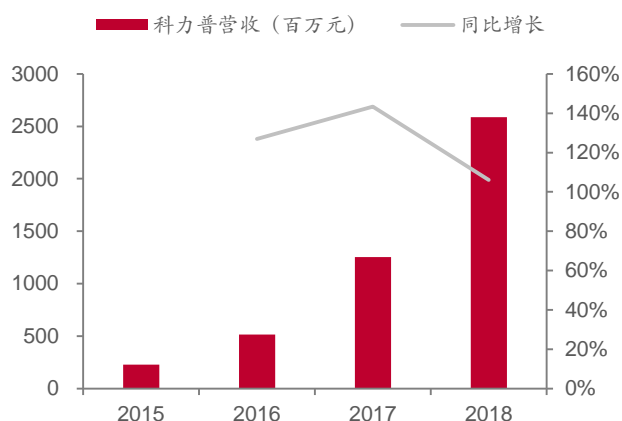
来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 112: 晨光文具分产品毛利率**


来源：公司公告、中泰证券研究所

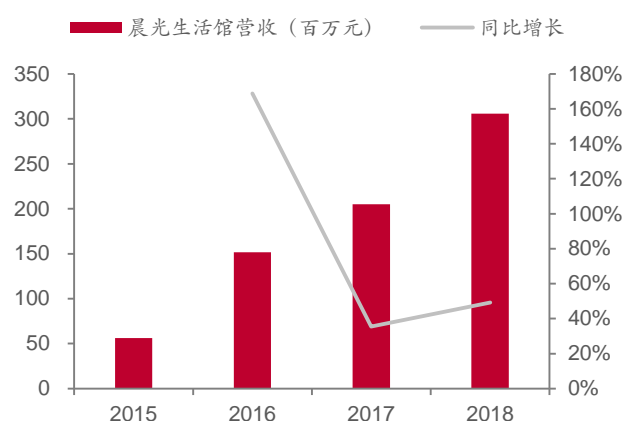
- 业务模式拆分：科力普与晨光生活馆有望打开成长空间。**业务模式上，公司传统业务 2017 年和 2018 年营收分别增长 20% 和 16%。新业务则保持高速增长势头。晨光科力普 2014-2018 年营收 CAGR 为 83.6%，晨光生活馆营收 CAGR 为 52.6%。2018 年，科力普对公司营收增长的贡献已达到 61%。

图表 113: 晨光科力普营收趋势



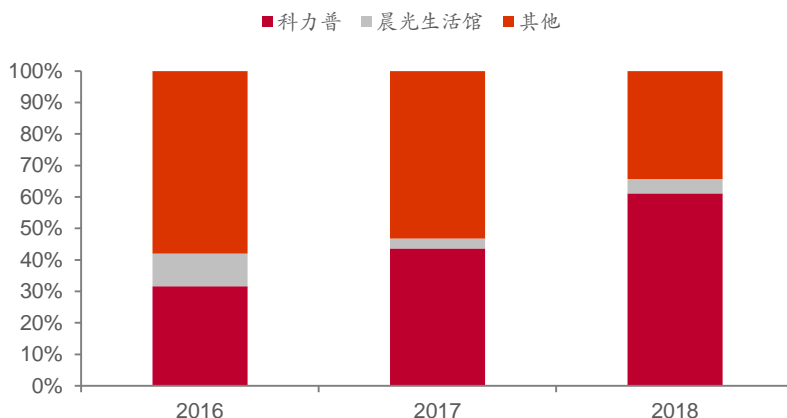
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 114: 晨光生活馆营收变动



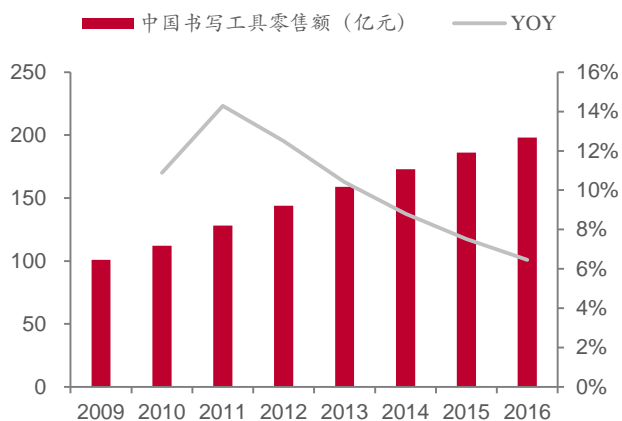
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 115: 晨光文具各业务对收入增长的贡献

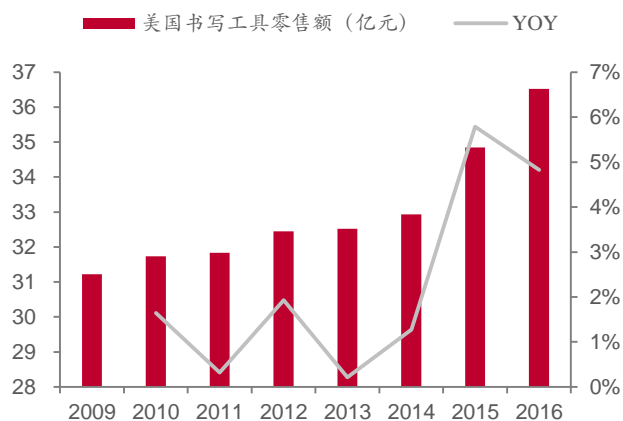


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 文具市场稳健增长，国内人均消费量较低，潜在市场空间大。**根据中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》的报告，中国文具行业（不包括办公设备和家具）市场规模约 220 亿美元，而国际文具市场规模约 2500 亿美元。在文具行业细分领域中，书写工具受众最广，占文具行业份额最大。与中国人口占全球比重约 20% 相比，中国文具市场规模仅约占全球文具市场规模总额的 8.6%；从人均文具消费额来看，中国人均文具消费额约仅为 105 元/年，而全球平均人均消费水平约为 240 元/年，人均文具消费额还不到全球平均人均消费水平的一半。

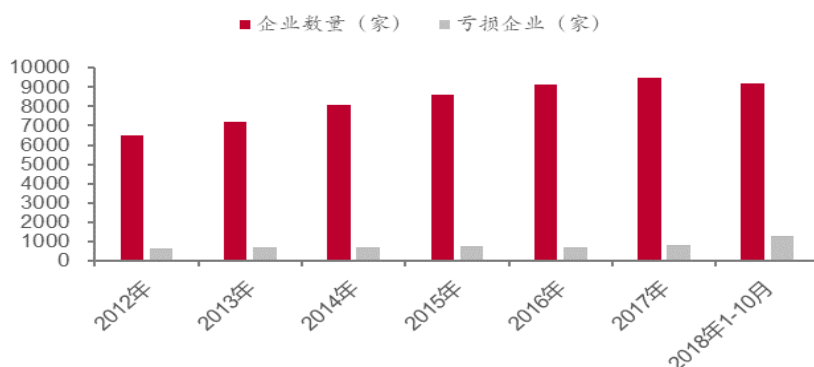
**图表 116: 中国书写工具零售额以及增速**


来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

**图表 117: 美国书写工具零售额以及增速**


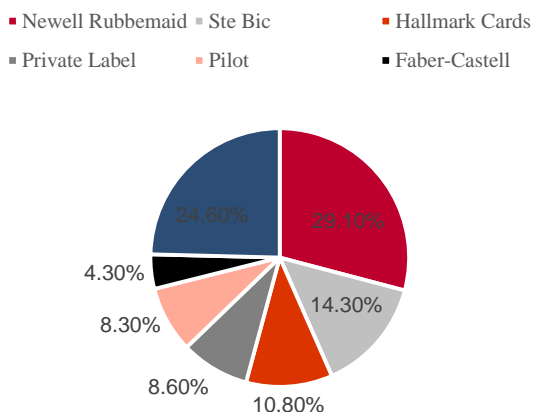
来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

- 行业持续洗牌。**截至 2018 年 10 月,我国共有文教、工美、体育和娱乐用品制造业企业 9204 家,亏损企业 1312 家,2017 年我国文教、工美、体育和娱乐用品制造业 9472 家,亏损企业 819 家,亏损面为 8.65%。相比 2017 年,今年 1-10 月份企业数量减少 268 家。

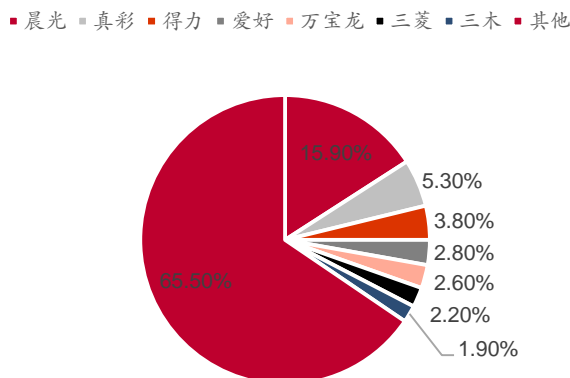
**图表 118: 办公市场企业以及亏损家数**


来源: wind、中泰证券研究所

- 市场集中度有望持续提升。**从市场格局看,我国书写工具市场 CR5 为 30.4%,其中规模最大的晨光文具市场份额为 15.9%,是第二大品牌真彩文具的三倍。相比之下,美国书写工具市场 CR5 达到 71.1%,与发达市场相比,我国书写工具的市场集中度仍有较大的提升空间,品牌龙头在未来享有更大的优势。

**图表 119: 2015 年美国书写工具市场份额**


来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

**图表 120: 2015 年中国书写工具市场份额**


来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

- B 端业务潜在市场有万亿空间。**目前我国 B 端业务正经历渠道变革--由分散采购转变为集中招标，尤其政府采购趋向于电商化、集中化和阳光化，带动新零售模式下办公直销市场蓬勃发展。据中商情报网数据，2017 年 B2B 办公用品市场规模达 1.7 万亿，未来 3-5 年 9% 的复合增长，2022 年达到 3.3 万亿。在此情况下，龙头企业凭借其品牌优势、全面的经营网络、优越的服务能力具备更大的竞争优势，或将迎来红利释放。
- 推进 B 端业务进展，优化品类与客户结构，专业化更进一步。**晨光积极推进 B 端科力普业务。截至 2018 年 11 月，科力普主要客户为一级政府、二级政府、央企和 500 强；其中，500 强客户毛利率 15%，政府客户毛利率 11%，央企毛利率 10.2%（政府购入大设备较多，500 强企业日耗品占比高，服务费用高）。通过深度挖掘用户需求优化调整核心品类产品结构、继续铺设物流仓储以及引流中间市场客户（毛利率 17.3%），18 年前三季度科力普毛利率改善已初见成效，直营对直营业务毛利率同比提升 1-2pct.，专业化更进一步。

**图表 121: 办公用品 B 端市场拆分**

	平均采购规模	多品类/服务	客户粘性	毛利率	营业利润率	目前竞争格局	整体评分
一级政府	1380亿	较高	关系型，存在风险	10.90%	6.20%	友商竞争重点	7.5
二级政府	3450亿	较高	关系型，存在风险	11.90%	6.00%	本地供应商盘踞，粘性较高	2.5
央企	1150亿	高	关系型，存在风险	12.80%	6.20%	竞争最激烈	10
500强	1610亿	高	较高	16.40%	6.10%	外资供应商较强	7.5
中间市场	9660亿	中	较高，技术庞大稳定	20.40%	8.20%	非主要竞争对手战略重点，存在进入机会	7.5
小微市场	5750亿	低	低	24.90%	14.70%	B2C 电商竞争较强	2.5

来源：公司年报、中泰证券研究所

## 重点覆盖公司年报&amp;一季报业绩一览

图表 122: 重点覆盖公司中报业绩一览表

	代码	简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率		净利率	
			2018	YOY	2019Q1	YOY	2018	YOY	2019Q1	YOY	2018	2019Q1	2018	2019Q1
定制	603833	欧派家居	115.09	19%	22.03	15.6%	15.72	21%	0.92	25.1%	38.4%	34.2%	13.7%	4.2%
	002572	索菲亚	73.11	19%	11.85	-4.7%	9.59	6%	1.07	3.7%	37.6%	34.4%	13.2%	8.1%
	603801	志邦家居	24.33	13%	4.14	5.2%	2.73	17%	0.32	4.9%	36.0%	37.9%	11.2%	7.6%
	300616	尚品宅配	66.45	25%	12.74	15.7%	4.77	26%	-0.23	31.6%	43.7%	41.6%	7.2%	-1.8%
软体	603816	顾家家居	91.72	38%	24.60	32.8%	9.89	20%	2.95	10.0%	36.4%	34.7%	11.0%	12.1%
	603008	喜临门	42.11	32%	8.39	-5.6%	-4.38	-255%	0.23	-56.0%	28.8%	31.3%	-10.1%	3.1%
	603313	梦百合	30.49	30%	7.87	28.8%	1.86	19%	0.75	1547.3%	32.1%	34.1%	6.4%	9.8%
成品	603818	曲美家居	28.92	38%	10.05	154.8%	-0.59	-124%	0.12	-57.9%	42.4%	46.7%	-2.0%	2.0%
	000910	大亚圣象	72.61	3%	14.13	1.1%	7.25	10%	0.63	9.7%	36.4%	34.6%	10.5%	4.3%
工装	002798	帝欧家居	43.08	707%	10.41	37.6%	3.81	598%	0.66	48.8%	35.0%	33.6%	8.7%	6.2%
	603208	江山欧派	12.83	27%	2.42	21.5%	1.53	11%	0.10	9.7%	32.7%	27.1%	11.6%	3.8%
其他轻工	300729	乐歌股份	9.47	27%	2.27	-0.7%	0.58	-8%	0.10	-25.6%	44.2%	45.0%	6.1%	4.5%
	603848	好太太	13.10	18%	2.64	0.3%	2.61	27%	0.51	6.4%	42.7%	46.1%	19.9%	19.2%
	603661	恒林股份	23.18	22%	5.84	31.4%	1.71	3%	0.47	132.0%	19.6%	21.8%	7.5%	8.0%
	601828	美凯龙	142.40	30%	35.35	22.4%	44.77	10%	13.14	11.1%	66.2%	70.9%	33.0%	39.4%
	002925	盈趣科技	27.79	-15%	6.93	4.3%	8.14	-17%	1.54	-9.7%	43.0%	39.1%	29.2%	22.4%
	603899	晨光文具	85.35	34%	23.56	28.0%	8.07	27%	2.59	26.4%	25.8%	27.1%	9.5%	11.0%
包装	002191	劲嘉股份	33.74	15%	10.10	24.1%	7.25	26%	2.59	21.8%	43.7%	43.8%	24.2%	27.4%
	603429	集友股份	4.58	96%	1.53	59.1%	1.15	16%	0.42	37.6%	47.3%	47.8%	25.6%	27.9%
	002228	合兴包装	121.66	39%	28.76	8.2%	2.33	64%	0.68	17.5%	12.5%	12.3%	2.3%	2.6%
	002831	裕同科技	85.78	23%	17.85	10.5%	9.46	1%	1.54	10.7%	28.5%	27.1%	11.4%	9.0%
造纸	002078	太阳纸业	217.68	15%	54.51	8.1%	22.38	11%	3.80	-38.3%	23.5%	17.7%	10.3%	7.0%
	002511	中顺洁柔	56.79	22%	15.41	25.8%	4.07	17%	1.23	25.2%	34.1%	34.0%	7.2%	8.0%
	600567	山鹰纸业	243.67	39%	52.16	-3.7%	32.04	59%	4.58	-24.3%	23.1%	19.8%	14.1%	8.6%

来源:wind、中泰证券研究所

## 风险提示

### 原材料价格上涨风险

- 上游木材、板材、及纸浆、纸品等主要原材料价格大幅上涨可能给家用轻工、造纸和包装印刷板块的盈利水平带来不利影响。

### 地产景气程度下滑风险

- 房地产市场是家用轻工板块的上游市场，地产景气程度直接影响到家用轻工板块各公司的需求，其景气程度下滑可能削弱板块盈利能力。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。